

埃斯顿 (002747)

2022 年报&2023 年一季报点评: 工业机器人国产化提速, 龙头利润率拐点初现

增持 (维持)

2023 年 05 月 04 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 罗悦

执业证书: S0600522090004
luoyue@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|-------|-------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 3,881 | 5,510 | 7,561 | 10,037 |
| 同比 | 28% | 42% | 37% | 33% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 166 | 283 | 497 | 797 |
| 同比 | 36% | 70% | 76% | 60% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.19 | 0.33 | 0.57 | 0.92 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 119.15 | 70.10 | 39.88 | 24.87 |

关键词: #业绩符合预期 #进口替代 #规模经济

事件 1: 公司发布 2022 年年报。2022 年公司实现营业收入 39 亿元, 同比增长 28%, 归母净利润 1.7 亿元, 同比增长 36%。Q4 单季度营业收入 13 亿元, 同比增长 86%, 环比增长 51%; 归母净利润为 0.46 亿元, 同比增长 35%, 环比增长 5%。

事件 2: 公司发布 2023 年一季报。2023Q1 公司实现营业收入 10 亿元, 同比增长 23%, 归母净利润 0.43 亿元, 同比下降 28%, 扣非归母净利润 0.32 亿元, 同比增长 31%。

投资要点

■ 新能源为代表的国产客户崛起, 工业机器人国产化提速

2022 年我国工业机器人销量同比增长约 10%, 公司增速远高于行业, 主要受益于国产化提升, 2022 年我国工业机器人国产化率提升 4pct, 呈现加速势头, 主要原因系 (1) 下游应用领域变化, 以光伏、锂电为代表的行业扩产需求旺盛, 国产客户崛起, 提高了国产机器人接受度。(2) 国产机器人交付优势凸显, 疫情外资机器人品牌供应链紧张、交货困难, 国产机器人凭借交付优势获取订单。2022 年公司分业务来看, ① 工业机器人及智能制造系统: 2022 年营收 29 亿元, 同比增长 41%, 其中埃斯顿品牌机器人收入同比增长超 70%, Cloos 协同效应显著, 收入同比增长 27%; ② 自动化核心部件及运动控制系统: 2022 年收入 10 亿元, 同比增长 3%。

2023 年下游光伏处于产能扩张和技术迭代的重要节点, 公司一季度机器人订单充足, 截至 2023Q1 末, 公司合同负债/存货分别为 11.6/2.5 亿元, 同比增长 31%/17%。

■ 利润率改善拐点初现, 盈利能力提升释放业绩弹性

2022 年公司销售毛利率 33.9%, 同比增长 1.3pct。受益于公司元器件国产替代、精益化管理, 国内销售毛利率已经开始改善, 同比增长 3.5pct, 而海外市场受芯片价格上涨影响毛利率同比下降 2.7pct。销售净利率为 4.7%, 同比下降 0.5pct, 主要系递延所得税费用导致所得税费用同比增长 0.71 亿元, 扣非归母净利率 2.5%, 同比提升 0.3pct。费用端, 2022 年公司期间费用率为 27.7%, 同比下降 1.4pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.8%/9.9%/7.9%/2.1%, 同比分别-1.4/-1.3/+0.1/+1.2pct。相比于国际龙头发那科, 随着收入规模扩张释放规模效应, 公司利润率仍有较大提升空间。

■ 受益机器替人及国产化, 股权激励第二期落地彰显长期发展信心

2023 年 3 月公司发布长期股权激励计划第二期, 向公司董事、高级管理人员和核心骨干员工等 286 名激励对象授予 1000 万份股票期权, 约占公司股本总额的 1.15%。此次激励以净利润为考核目标, 2023-2025 年净利润分别不低于 3、5、8 亿元, 即 2022-2025 年净利润 CAGR 不低于 64%, 结合第一期 2023 年收入考核目标 52 亿元, 测算 2023 年公司净利率约 5.8%, 同比提升 1.1pct。中长期来看, 机器替人大势所趋, 2023 年 1 月《“机器人+”应用行动实施方案》提出到 2025 年制造业机器人密度较 2020 年实现翻番, 在国内人口基数不变的情况下工业机器人销量仍有翻倍空间, 公司作为国产工业机器人龙头深度受益机器替人及国产化趋势, 长期发展可期。

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2023-2024 年归母净利润 2.8 (原值 3.2) /5.0 (原值 4.7) 亿元, 预计 2025 年归母净利润 8.0 亿元, 当前市值对应 PE 为 70/40/25 倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 宏观经济下滑风险、国产替代不及预期风险、原材料价格波动风险。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 22.80 |
| 一年最低/最高价 | 14.51/29.82 |
| 市净率(倍) | 7.00 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 17,880.63 |
| 总市值(百万元) | 19,815.83 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 3.26 |
| 资产负债率(% ,LF) | 66.57 |
| 总股本(百万股) | 869.12 |
| 流通 A 股(百万股) | 784.24 |

相关研究

《埃斯顿(002747): 2022 年三季报点评: Q3 扣非净利润同比+114%, 机器人业务持续快速增长》

2022-10-27

《埃斯顿(002747): 2022 年中报点评: Q2 业绩受疫情影响, 进军新能源领域加速成长》

2022-08-31

内容目录

| | |
|--|---|
| 1. 新能源为代表的国产客户崛起，工业机器人国产化提速 | 4 |
| 2. 利润率改善拐点初现，盈利能力提升释放业绩弹性 | 5 |
| 3. 受益机器人替人及国产化，股权激励第二期落地彰显长期发展信心 | 7 |
| 4. 盈利预测 | 8 |
| 5. 风险提示 | 8 |

图表目录

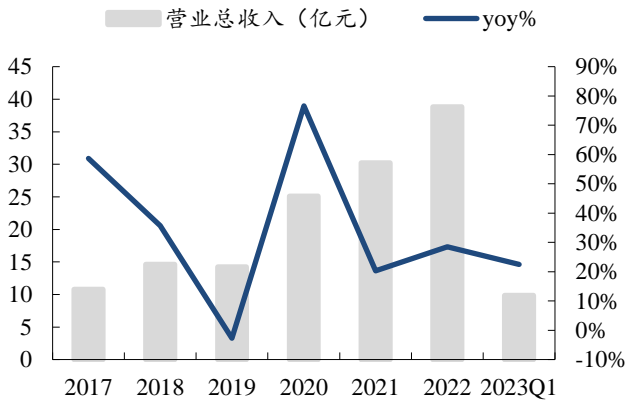
| | | |
|-------|--|---|
| 图 1: | 2022 年公司实现营收 39 亿元, 同比增长 28% | 4 |
| 图 2: | 2022 年公司归母净利润 1.7 亿元, 同比增长 36% | 4 |
| 图 3: | 2022 年工业机器人收入 29 亿元, 同比增长 41% | 5 |
| 图 4: | 2022 年工业机器人毛利率为 33.4%, 同比+0.9pct | 5 |
| 图 5: | 截至 2023Q1 末公司存货为 11.6 亿元, 同比+31% | 5 |
| 图 6: | 截至 2023Q1 末合同负债为 2.45 亿元, 同比+17% | 5 |
| 图 7: | 2022 年公司扣非归母净利率为 2.5%, 同比提升 0.3pct | 6 |
| 图 8: | 2022 年国内毛利率 35.1%, 同比提升 3.5pct | 6 |
| 图 9: | 2022 年公司期间费用率为 27.7%, 同比下降 1.4pct | 6 |
| 图 10: | 我国制造业工业机器人密度低于欧韩日等发达国家 (单位: 台/万人) | 7 |
| 图 11: | 预计 2022-2025 年我国工业机器人销量 CAGR 为 14.3% | 7 |
| 表 1: | 股权激励目标下公司盈利能力有望持续提升 | 7 |

1. 新能源为代表的国产客户崛起，工业机器人国产化提速

2022 年公司实现营业收入 39 亿元，同比增长 28.5%，归母净利润 1.7 亿元，同比增长 36.3%。Q4 单季度来看，公司实现营业收入 13.4 亿元，同比增长 86.4%，环比增长 51%；归母净利润为 0.46 亿元，同比+35.5%，环比+4.5%。2022 年我国工业机器人销量同比增长 10%，公司收入相较于行业具有显著阿尔法，主要受益于：（1）以锂电为代表的新兴行业需求旺盛，在国产化浪潮下为国内机器人发展与渗透提供先发优势。（2）外资企业在全供应链紧张情况下交货困难，国产品牌抓住机遇提升份额，2022 年我国工业机器人国产化率提升 4pct，公司作为龙头充分受益。

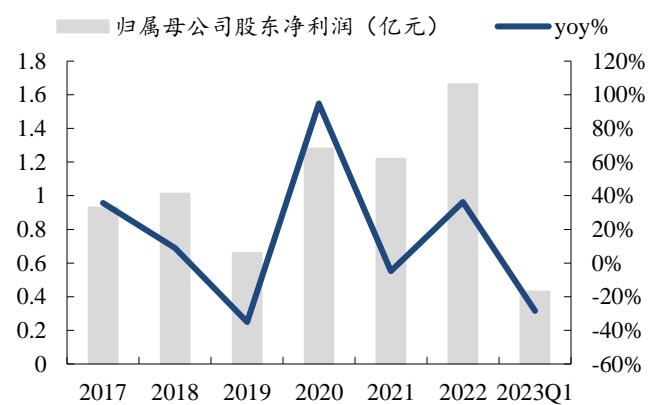
2023Q1 公司实现营业收入 9.9 亿元，同比增长 22.5%，归母净利润 0.4 亿元，同比减少 28.3%，扣非归母净利润 0.3 亿元，同比增长 30.6%。2023 年下游 3C、锂电行业压力较大，但光伏处于产能扩张和技术迭代的重要节点，公司在光伏行业出货超预期，带动 Q1 业绩稳定增长。

图1：2022 年公司实现营收 39 亿元，同比增长 28%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

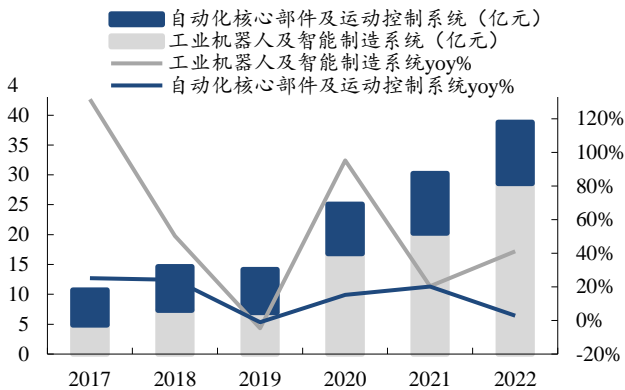
图2：2022 年公司归母净利润 1.7 亿元，同比增长 36%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

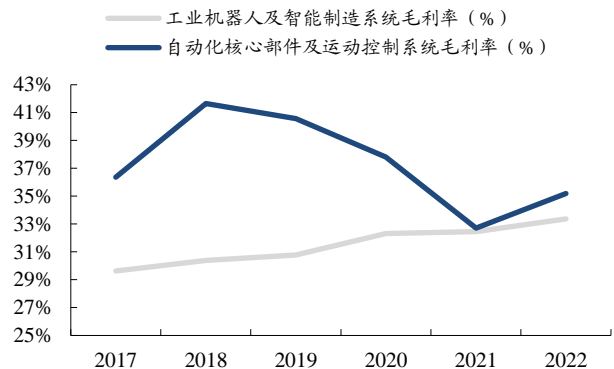
分业务来看：①**工业机器人及智能制造系统业务**：2022 年收入 29 亿元，同比增长 41.2%，占总营收比重为 73.6%，同比提升 8.6pct。其中埃斯顿品牌机器人收入同比增长超 70%，Cloos 协同效应显著，收入同比增长 27%。②**自动化核心部件及运动控制系统业务**：2022 年收入为 10.3 亿元，同比增长 2.8%，占总营收比重为 26.4%。

图3: 2022年工业机器人收入29亿元, 同比增长41%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

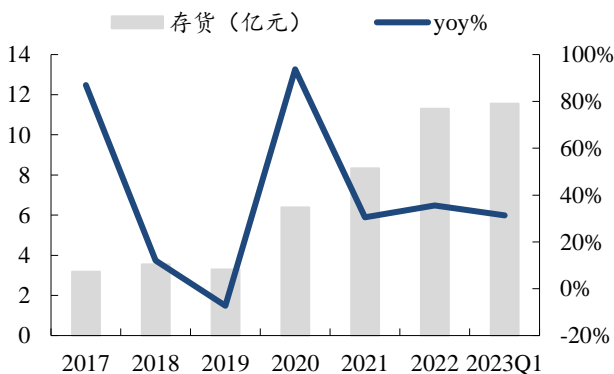
图4: 2022年工业机器人毛利率为33.4%, 同比+0.9pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

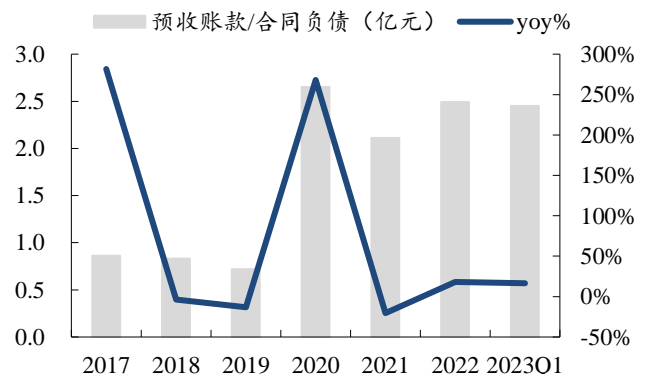
随着国产品牌产业链日益完善、国内机器人性价比优势显著, 工业机器人国产化率仍有望加速提升。截至2023Q1末, 公司合同负债/存货分别为11.6/2.5亿元, 同比增长31%/17%, 在手订单充足, 业绩增长可持续。

图5: 截至2023Q1末公司存货为11.6亿元, 同比+31%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 截至2023Q1末合同负债为2.45亿元, 同比+17%

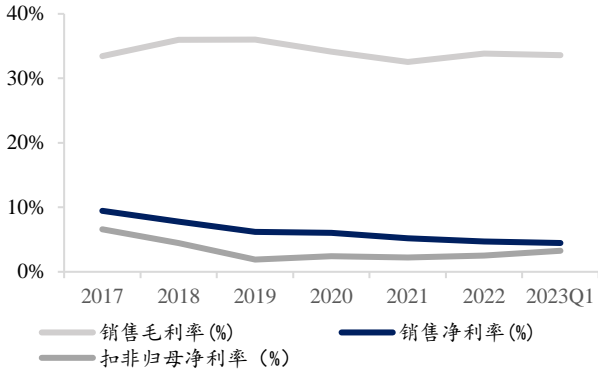


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 利润率改善拐点初现, 盈利能力提升释放业绩弹性

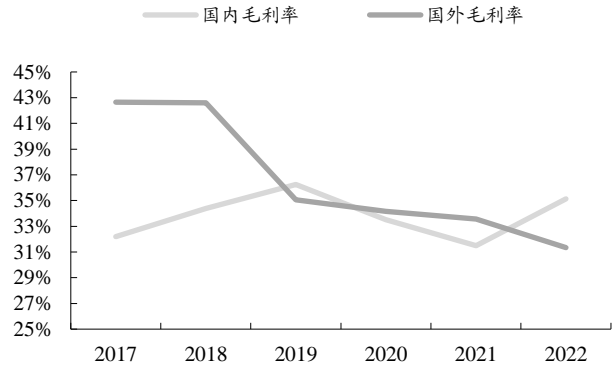
2022年公司销售毛利率33.9%, 同比增长1.3pct。得益于公司元器件国产替代、精益化管理, 国内销售毛利率已经开始改善, 2022年国内销售毛利率为35.1%, 同比增长3.5pct, 而海外市场受芯片价格上涨影响毛利率为31.3%, 同比下降2.7pct。销售净利率为4.7%, 同比下降0.5pct, 主要系递延所得税费用导致所得税费同比增长0.71亿元。扣非净利率为2.5%, 同比增长0.3pct。

图7: 2022 年公司扣非归母净利率为 2.5%，同比提升 0.3pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2022 年国内毛利率 35.1%，同比提升 3.5pct

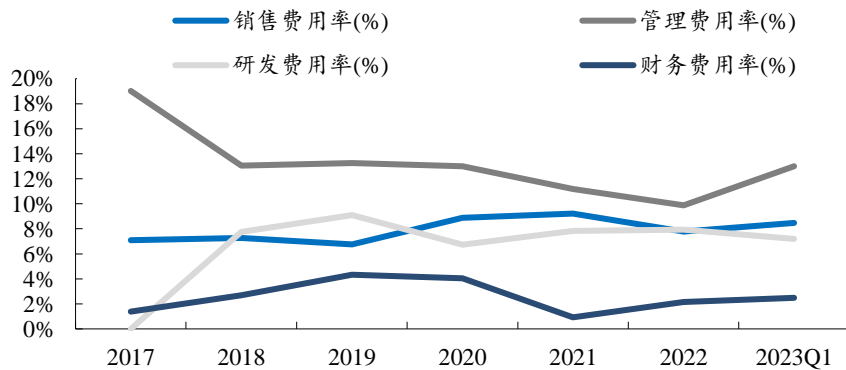


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

费用端, 2022 年公司期间费用率为 27.7%, 同比下降 1.4pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.8%/9.9%/7.9%/2.1%, 同比分别-1.4/-1.3/+0.1/+1.2pct。相比于国际龙头发那科, 公司利润率仍有较大提升空间, 随着收入规模扩张释放规模效应、精细化管理持续降低费用, 利润率将稳步提升。

2023Q1 销售毛利率为 33.6%, 同比+0.8pct, 销售净利率为 4.5%, 同比-3.2pct; 扣非净利率为 3.03%, 同比+0.53pct。期间费用率 31.2%, 同比+1.5pct, 其中销售费用率 8.5%, 同比+0.4pct, 管理费用率(含研发) 20.2%, 同比+0.6pct, 财务费用率 2.5%, 同比+0.5pct。

图9: 2022 年公司期间费用率为 27.7%，同比下降 1.4pct



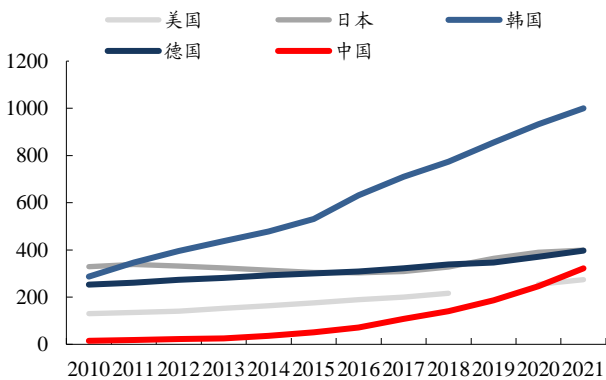
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 受益机器人替人及国产化，股权激励第二期落地彰显长期发展信心

我们认为公司利润率长期提升逻辑明确，原因有以下两个方面：

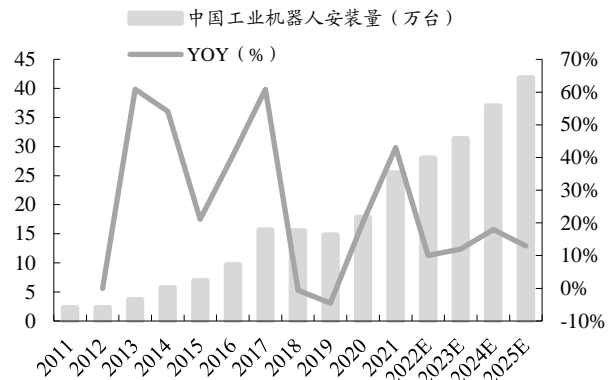
(1) 机器替人大势所趋，规模扩张释放规模效应。2023年1月《“机器人+”应用行动实施方案》提出到2025年制造业机器人密度较2020年实现翻番。根据IFR，2021年我国制造业机器人密度为322台/万人，按照“机器人+”方案，2025年我国制造业机器人密度将提升至500台/万人，在国内人口基数不变的情况下工业机器人销量仍有翻倍空间，公司作为龙头企业将率先受益于机器替人大势。目前机器人产能超过25,000台/年，为满足市场需求，公司智能产业园二期工程正在加紧建设中，预计2023年投产，届时产能将提升至50,000台套/年，随着公司营收扩张规模效应有望释放。

图10: 我国制造业工业机器人密度低于欧韩日等发达国家 (单位: 台/万人)



数据来源: IFR, 东吴证券研究所

图11: 预计 2022-2025 年我国工业机器人销量 CAGR 为 14.3%



数据来源: IFR, MIR, 东吴证券研究所

(2) 股权激励彰显长期发展信心，盈利能力有望持续提升。

2023年3月公司发布长期股权激励计划第二期，向公司董事、高级管理人员和核心骨干员工等286名激励对象授予1000万份股票期权，约占公司股本总额的1.15%。此次激励以净利润为考核目标，2023-2025年净利润分别不低于3、5、8亿元，即2022-2025年净利率CAGR不低于64%，结合第一期2023年收入考核目标52亿元，测算2023年公司净利率约5.8%，同比提升1.1pct，彰显公司利润率提升信心。

表1: 股权激励目标下公司盈利能力有望持续提升

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (亿元) | 30 | 39 | 52 | | |
| yoy | 20% | 29% | 34% | | |
| 净利润 (亿元) | 1.6 | 1.8 | 3.0 | 5.0 | 8.0 |
| yoy | 3% | 17% | 64% | 67% | 60% |
| 净利率 | 5.2% | 4.7% | 5.8% | | |
| 同比变动 (pct) | -0.9 | -0.5 | 1.1 | | |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 盈利预测

我们预计公司 2023-2024 年归母净利润 2.8 (原值 3.2) /5.0 (原值 4.7) 亿元, 预计 2025 年归母净利润 8.0 亿元, 当前市值对应 PE 为 70/40/25 倍, 维持“增持”评级。

5. 风险提示

宏观经济下滑风险、国产替代不及预期风险、原材料价格波动风险。

埃斯顿三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 4,484 | 5,270 | 7,453 | 9,034 | 营业总收入 | 3,881 | 5,510 | 7,561 | 10,037 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 1,296 | 836 | 1,634 | 1,011 | 营业成本(含金融类) | 2,567 | 3,722 | 5,114 | 6,876 |
| 经营性应收款项 | 1,854 | 2,323 | 3,342 | 4,330 | 税金及附加 | 22 | 28 | 38 | 50 |
| 存货 | 1,130 | 1,746 | 2,108 | 3,144 | 销售费用 | 302 | 375 | 454 | 552 |
| 合同资产 | 121 | 211 | 257 | 347 | 管理费用 | 383 | 523 | 612 | 703 |
| 其他流动资产 | 81 | 153 | 112 | 203 | 研发费用 | 308 | 441 | 605 | 723 |
| 非流动资产 | 3,767 | 3,749 | 3,800 | 3,835 | 财务费用 | 83 | 121 | 166 | 221 |
| 长期股权投资 | 53 | 36 | 13 | 6 | 加:其他收益 | 41 | 50 | 50 | 50 |
| 固定资产及使用权资产 | 842 | 826 | 895 | 895 | 投资净收益 | -2 | 18 | 20 | 21 |
| 在建工程 | 104 | 73 | 38 | 35 | 公允价值变动 | 55 | 19 | 20 | 25 |
| 无形资产 | 544 | 594 | 634 | 679 | 减值损失 | -65 | -43 | -53 | -70 |
| 商誉 | 1,486 | 1,486 | 1,486 | 1,486 | 资产处置收益 | 1 | 28 | 18 | 20 |
| 长期待摊费用 | 36 | 32 | 32 | 32 | 营业利润 | 245 | 372 | 626 | 959 |
| 其他非流动资产 | 702 | 702 | 702 | 702 | 营业外净收支 | 18 | 28 | 29 | 33 |
| 资产总计 | 8,251 | 9,019 | 11,254 | 12,869 | 利润总额 | 263 | 400 | 655 | 992 |
| 流动负债 | 3,318 | 3,723 | 5,347 | 5,980 | 减:所得税 | 80 | 80 | 98 | 99 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 1,346 | 1,438 | 1,530 | 1,576 | 净利润 | 183 | 320 | 557 | 893 |
| 经营性应付款项 | 1,299 | 1,093 | 2,309 | 2,447 | 减:少数股东损益 | 17 | 37 | 60 | 96 |
| 合同负债 | 249 | 448 | 547 | 743 | 归属母公司净利润 | 166 | 283 | 497 | 797 |
| 其他流动负债 | 424 | 744 | 961 | 1,213 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.19 | 0.33 | 0.57 | 0.92 |
| 非流动负债 | 1,863 | 1,906 | 1,960 | 2,050 | EBIT | 274 | 504 | 827 | 1,236 |
| 长期借款 | 1,430 | 1,430 | 1,430 | 1,430 | EBITDA | 408 | 833 | 998 | 1,463 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 33.85 | 32.45 | 32.36 | 31.50 |
| 租赁负债 | 55 | 55 | 55 | 55 | 归母净利率(%) | 4.29 | 5.13 | 6.57 | 7.94 |
| 其他非流动负债 | 378 | 421 | 475 | 565 | 收入增长率(%) | 28.49 | 41.97 | 37.23 | 32.75 |
| 负债合计 | 5,181 | 5,629 | 7,307 | 8,030 | 归母净利润增长率(%) | 36.28 | 69.97 | 75.77 | 60.34 |
| 归属母公司股东权益 | 2,774 | 3,057 | 3,553 | 4,350 | | | | | |
| 少数股东权益 | 296 | 333 | 393 | 489 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 3,070 | 3,390 | 3,947 | 4,840 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 8,251 | 9,019 | 11,254 | 12,869 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|--------|----------------|--------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 27 | -334 | 841 | -526 | 每股净资产(元) | 3.19 | 3.52 | 4.09 | 5.01 |
| 投资活动现金流 | -262 | -123 | -135 | -144 | 最新发行在外股份(百万股) | 869 | 869 | 869 | 869 |
| 筹资活动现金流 | 254 | 92 | 92 | 46 | ROIC(%) | 3.44 | 6.61 | 10.59 | 14.97 |
| 现金净增加额 | 15 | -365 | 798 | -623 | ROE-摊薄(%) | 6.00 | 9.25 | 13.98 | 18.31 |
| 折旧和摊销 | 134 | 329 | 171 | 228 | 资产负债率(%) | 62.79 | 62.41 | 64.93 | 62.39 |
| 资本开支 | -253 | -275 | -198 | -217 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 119.15 | 70.10 | 39.88 | 24.87 |
| 营运资本变动 | -348 | -933 | 147 | -1,618 | P/B(现价) | 7.14 | 6.48 | 5.58 | 4.56 |

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

