



爱仕达 (002403)

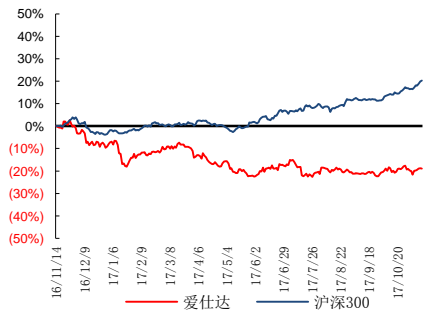
目标价: 17.9

昨收盘: 12.2

机械

全球炊具龙头，布局机器人正当其时

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	350/289
总市值/流通(百万元)	4,442/3,666
12个月最高/最低(元)	16.50/12.44

相关研究报告:

证券分析师: 刘国清

电话: 021-61372597

E-MAIL: liugq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517040001

联系人: 曾博文

电话:

E-MAIL: zengbw@tpyzq.com

执业资格证书编码:

报告摘要

历经 30 年成为炊具驰名品牌，主业稳定增长。公司成立于 1987 年，目前公司是我国最大的炊具研制、生产和销售企业之一，市场占有率为 10%。同时，公司有大量炊具畅销世界 50 个国家和地区，出口额居国内同行业首位。从未来来看，主业受益于：1、产品结构角度，消费升级大周期，高端产品销售快速增长。2、小家电业务推出新品，扩大市场占有率。3、渠道向 3、4 线城市下沉，并且利用互联网渠道抢占市场。我们预计整体仍将保持 10%-20% 的增速。

着力拓展智能制造，紧抓工业机器人行业风口。公司对于智能制造的布局主要围绕 2 个方面：1、收购钱江机器人。爱仕达以自有资金 5,865 万元向钱江摩托收购其持有的标的公司 51% 的股权。布局工业机器人本体，今年以来已经销售了 800 台，同比增长 4 倍。核心部件减速器已经达到中批量。2、大力布局集成商。2017 年 9 月爱仕达公告投资江宸智能（新三板机器人应用智能制造龙头之一），汽车发动机变速箱领域等。同时，成立爱仕达机器人公司，作为承接钱江机器人本体的集成部门，针对于各不同的细分领域深度拓展，由原 ABB 资深市场管理人员带队，连续收购了劳博（上海）物流、松盛，后续仍会继续拓展。2017 年 1-9 月中国工业机器人产量为 95351 套，同比增长 69.4%。而根据草根调研，今年国产机器人均实现了超行业的增长，国内工业机器人真正迎来爆发式增长。

盈利性预测与估值。我们预计公司 17-19 年归属于母公司股东净利润分别为 1.62 亿、1.97 亿、2.53 亿，用分部估值法，得出对应市值 61.2 亿元，目前仅为 42.7 亿元，首次覆盖，给予买入评级。

风险提示：原材料上涨；机器人拓展不达预期；渠道拓展不利

■ 盈利预测和财务指标:

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2547.54	3017.81	3683.24	4254.14
(+/-%)	13.63%	18.46%	22.05%	15.50%
净利润(百万元)	137.37	161.96	197.49	252.93
(+/-%)	21.14%	17.90%	21.94%	28.07%
摊薄每股收益(元)	0.39	0.46	0.56	0.72
市盈率(PE)	31	26	22	17

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 公司简介.....	4
(一) 公司简况.....	4
(二) 股权结构及股东背景.....	5
二、 传统主业稳定增长.....	6
(一) 炊具市场稳步增长.....	6
(二) 小家电市场广阔，期待新品放量.....	8
(三) 受益于渠道改善，净利率有望提升.....	10
三、 打造新的增长极-机器人业务.....	12
(一) 公司开启全面布局工业机器人.....	12
(二) 国内工业机器人市场呈现爆发态势.....	18
(三) 公司优势：核心零部件自制、丰富集成商经验、背靠大股东.....	19
四、 盈利预测及估值.....	21
(一) 盈利预测.....	21
(二) 估值及投资建议.....	21
五、 风险提示.....	22

图表目录

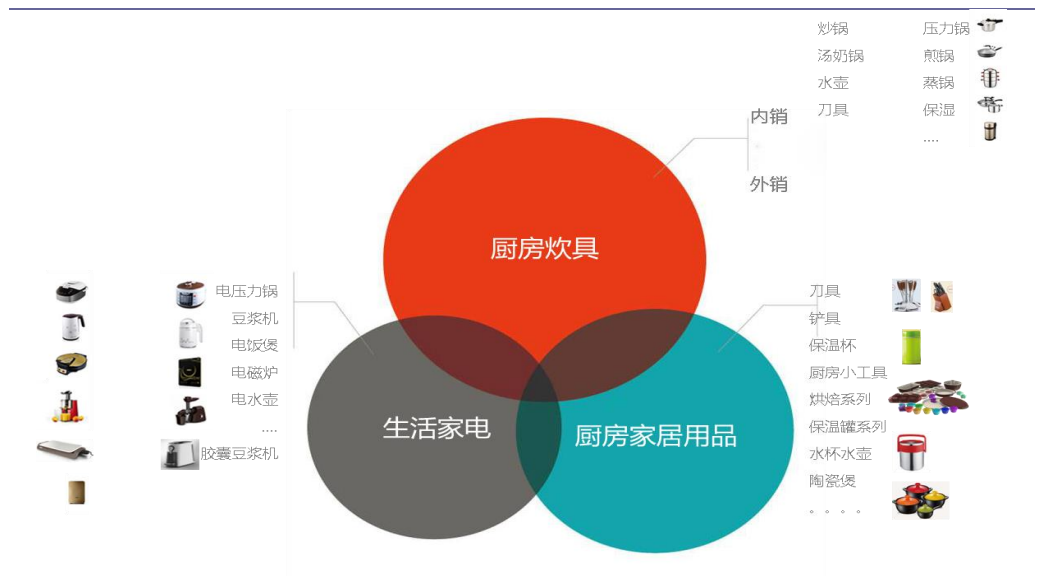
图表 1: 公司产品序列	4
图表 2: 最近 10 年收入情况	4
图表 3: 最近 10 年净利润情况	4
图表 4 公司 87%的收入由炊具业务贡献	5
图表 5: 内销收入逐渐增加	5
图表 6: 公司上市后股权结构	6
图表 7: 员工持股计划、经销商持股计划	6
图表 8: 农村市场仍处于消费升级周期	7
图表 9: 明火炊具市场未来三年 CAGR 约为 8.9%	7
图表 10: 苏泊尔、爱仕达分享中高端市场	8
图表 11: 小家电业务分为厨电、个人护理电器、家居电器	8
图表 12: 小家电市场复合增速在 13%	9
图表 13: 公司大力布局 3、4 线地区	10
图表 14: 公司布局京东等线上购物	11
图表 15: 公司毛利率高于竞争对手	11
图表 16: 公司净利润不及竞争对手	11
图表 17: 美嘉保温容器产品	12
图表 18: 公司机器人业务发展进程	12
图表 19: 钱江机器人财务情况	13
图表 20: 江宸智能营业收入情况	14
图表 21: 江宸智能净利润情况	14
图表 22: 江宸智能毛利率、净利润率情况	15
图表 23: 江宸智能收入结构	15
图表 24: 索鲁馨财务情况	15
图表 25: 松盛机器人客户与案例应用	16
图表 26: 松盛机器人收入及净利润情况	17
图表 27: 劳博物流收入及净利润情况	17
图表 28: 未来三年各子公司业绩承诺	17
图表 29: 未来三年国内机器人市场整体将保持 30%增速	18
图表 30: 国产机器人销售将快于行业	18
图表 31: 机器人价格不断下滑, 回收期缩短	19
图表 32: 减速器正处于国产化的临界点	20
图表 33: 分业务预测	21
图表 34: 估值对比	21

一、 公司简介

(一) 公司简况

公司成立于 1987 年，前身为生产箱包配件，90 年代初期公司探索出不粘锅的工艺，开始进军炊具领域，经过 20 多年的发展，公司已经成为了我国最大的炊具研制、生产和销售企业之一。公司炊具制造能力居世界前列，产品国内市场占有率名列前茅，产品畅销世界 50 个国家和地区，出口额居国内同行业首位。公司销售模式主要以自主品牌在国内经营和为国际知名企业贴牌生产（ODM、OEM 为主）。

图表 1：公司产品序列

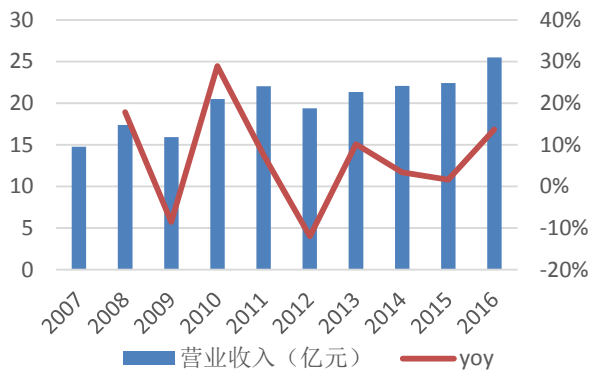


资料来源：公司官网，太平洋证券整理

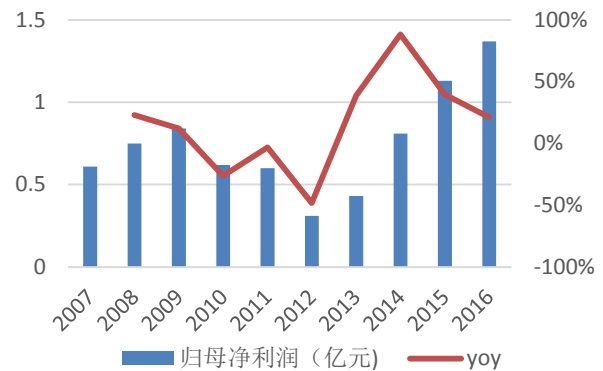
公司于 2010 年正式上市，公司自上市以来，除 2012 年受到欧洲债务危机、人民币升值的影响出现下滑外，收入保持稳定增长，其中 2015、2016、2017 年 1-9 月收入增速为 1.61%、13.63%、18.48%，呈现出稳定发展状态。利润自 2010 年上市以来除 2011、2012 年出现下滑外（2012 年下滑过大由于 2011 年处置了部分住宅用地），近年来保持高速增长状态（2015、2016、2017 年 1-9 月为 40%、21%、13.64%）。

图表 2：最近 10 年收入情况

图表 3：最近 10 年净利润情况



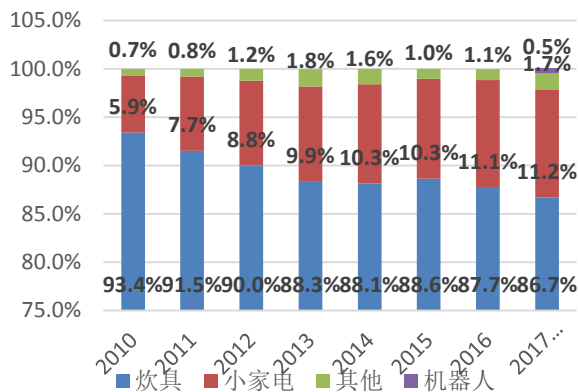
资料来源: WIND, 太平洋证券整理



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

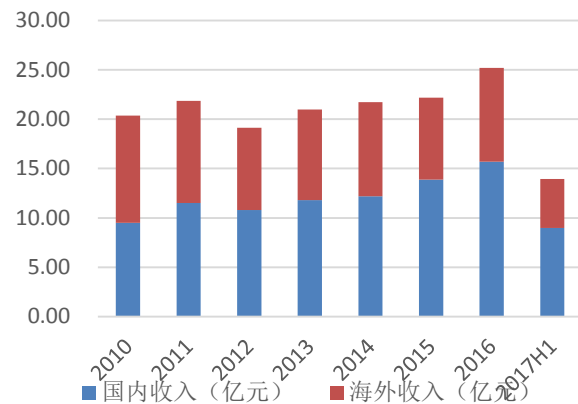
近年来, 由于国内经济环境较为稳定, 且公司发展自身的品牌业务, 国内市场进展较快, 公司国内业务由 2010 年的 46.7% 上升至 2016 年 62.4%, 绝对额由 9.51 上升至 15.71 亿元, CAGR 为 13.37%。而海外方面, 由于海外市场经济环境萎靡, 人民币升值的因素略有下滑, 绝对额由 2010 年 10.84 亿元略微下滑到 9.48 亿元。

图表 4 公司 87% 的收入由炊具业务贡献



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 5: 内销收入逐渐增加



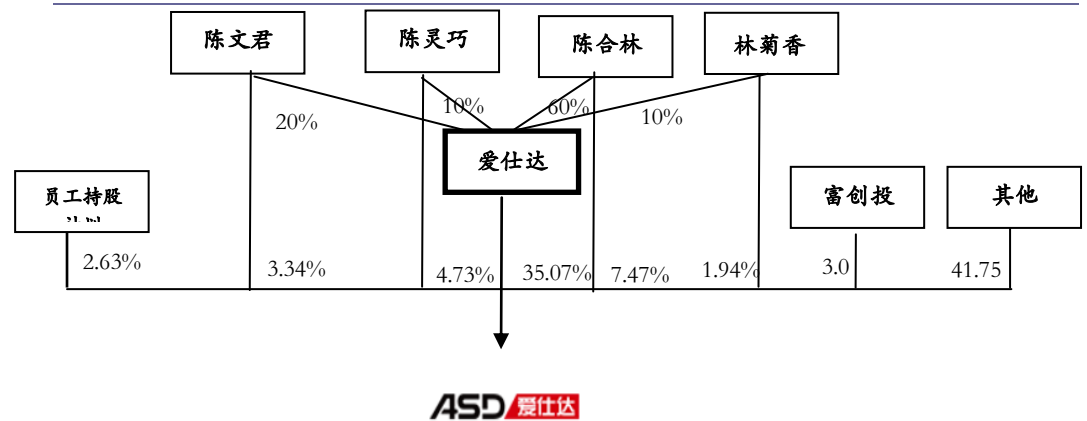
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

(二) 股权结构及股东背景

公司上市后总股本为 24000 万股, IPO 发行数量不超过 6000 万股, 占上市后公司总股本比例不超过 25%, 计划募集资金不超过 11.28 亿元。主要用于新增炊具产能、智能型节能厨房系列小家电建设项目、研发中心以及国内外网络营销中心。

公司为民营企业, 爱仕达集团有限公司持有公司 35.07% 的股份, 是公司的控股股东; 陈合林先生、陈文君先生、陈灵巧女士、林菊香女士分别持有公司 7.47%、3.34%、4.73%、1.94% 股份, 陈合林先生、陈文君先生、陈灵巧女士、林菊香女士又同时分别持有爱仕达集团 60%、20% 和 10%、10% 的股份, 陈文君先生、陈灵巧女士为陈合林先生及林菊香女士子女, 四人为公司的实际控制人。

图表 6: 公司上市后股权结构



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

2015 年 3 月, 公司公布定增计划, 向陈合林、林菊香、陈灵巧、兴证资管鑫众-爱仕达 1 号定向资产管理计划 (员工持股)、兴证资管鑫众 12 号集合资产管理计划 (经销商)、林彦、王相荣共 7 名特定投资者发行 3832 万股。

图表 7: 员工持股计划、经销商持股计划

序号	对象	非公开发行认购数量
1	陈合林	1085万股
2	林菊香	678万股
3	陈灵巧	488万股
4	爱仕达1号计划	922万股 (其中陈合林和陈灵巧各认购80万股)
5	鑫众12号计划	388万股
6	王相荣	136万股
7	林彦	136万股
合计		3832万股

资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

二、传统主业稳定增长

(一) 炊具市场稳步增长

炊具的发展历程: 上世纪 60 年代前期, 我国炊具市场上大部分为铁锅等简单的炊具; 到 80 年代, 炊具产品主要是铝锅和铁锅, 但是无法满足广大人民群众生活需求; 90 年代之后, 随着改革开放的深入、国外先进技术的引进和人们生活水平日渐提高, 炊具市场的产品品种越来越广泛, 铝合金、不锈钢等新材料制造的各种汤锅、煎锅、奶锅、压力锅等新兴产品纷纷出现; 2000 年以后, 随着各种技术进步以及人民群众的消费能力提升, 各种高新技术被广泛运用于炊具制造, 不粘锅、无油烟锅和电压力锅、电饭煲、电磁炉等新品不断推出, 炊具制造业逐步发展成为一种对

技术水平要求较高的劳动密集型行业。

国内，由于各地区经济发展情况有一点差异，农村和城市经济水平相对有差距，造成炊具市场的城乡差距比较明显。农村市场和城市市场在渠道、产品价格、产品品种等方面都存在较大差异。

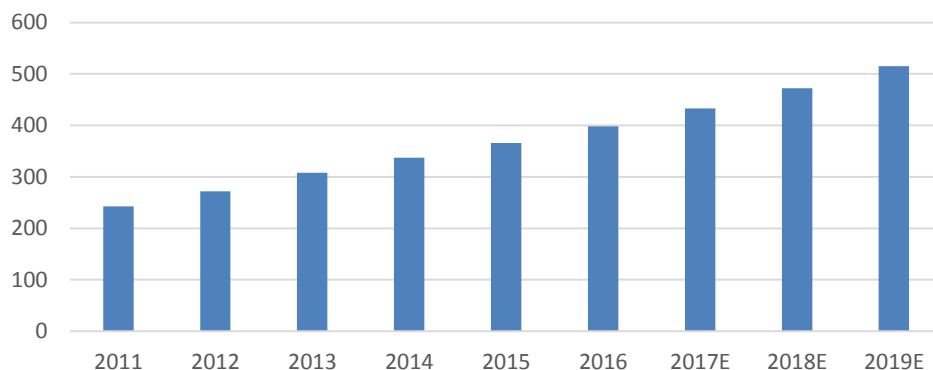
图表 8：农村市场仍处于消费升级周期

市场分类	成熟度	销售渠道	产品档次	产品品种	市场份额
城市市场	较成熟，市场逐渐细分	大型卖场、超市、大卖场	以中高端产品为主	品种丰富、新产品出现较快	45%
农村市场	起步阶段，市场不完善	地摊、杂货铺、小卖铺、五金店	以中低端产品为主	品种较为单一，新产品出现缓慢	55%

资料来源：智研咨询，太平洋证券整理

炊具的市场空间：据调研了解，明火炊具目前行业市场规模大约在 391 亿元左右，根据罗兰贝格的报告，未来三年 CAGR 约为 8.9%。

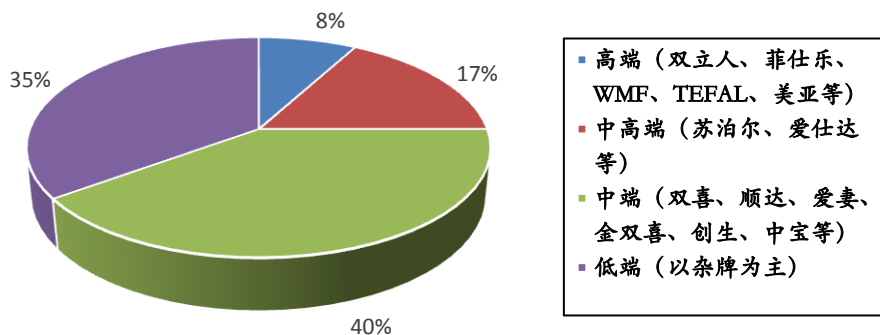
图表 9：明火炊具市场未来三年 CAGR 约为 8.9%



资料来源：罗兰贝格，太平洋证券整理

炊具的竞争格局：我国炊具市场中品牌格局划分比较明显。高端产品市场容量较小，基本被国际知名品牌占据；中高端市场被爱仕达、苏泊尔等少数国内著名品牌占据，且已经形成了一定的市场规模；中端市场聚集大量的国产品牌，厂家众多，竞争激烈；低端市场多由一些杂牌为主，对于质量要求低。目前，中低端产品合计占据了国内 75% 市场份额。

图表 10: 苏泊尔、爱仕达分享中高端市场



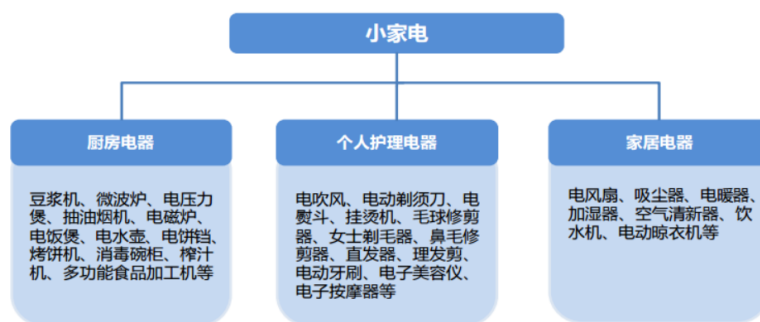
资料来源: 智研咨询, 太平洋证券整理

公司将逐步拓展三四线市场，紧抓消费升级黄金时间。近年来，在我国农村城镇化的快速发展下，且农村居民收入提高的情况下，大量的品牌、超市开始进驻农村市场，目前来说，农村炊具市场中中、高端产品占比越来越多。预计三、四线城市增速将快于行业赠送，根据某咨询机构，三、四线城市市场增速有望超过行业增速达到 13%。公司目前与苏泊尔分享中高端市场，市场占有率达到 25%-30%，但是整体而言，公司占有率仅为 10%，可提升空间巨大，未来将利用绑定好的经销商（通过 2015 年定增方案，1）2014 年销售业绩达到 500 万元、2）500 万以下，但是公司拟重点扶持和培养的个别经销商），将渠道下沉三、四线城市。

(二) 小家电市场广阔，期待新品放量

小家电发展历程: 按照人们日常对家电产品的消费习惯，家用电器可以按照产品体积分为大型家电产品和小型家电产品。小型家电产品指除彩电、冰箱、空调、洗衣机等之外体积较小的家电产品，应用于人们家居生活的各个方面。目前我国市场中小家电品类繁多，各种各样的小家电品类达到了 30-40 类。多样化的功能和产品为满足消费者的多重需求创造了保障。

图表 11: 小家电业务分为厨电、个人护理电器、家居电器

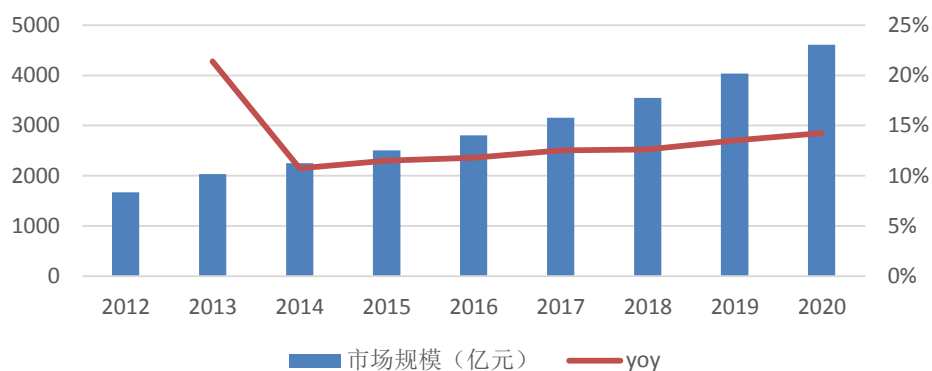


资料来源: 太平洋证券整理

渗透率有待提升。我国城镇家庭小家电普及程度与发达国家差距较大。欧美国家市场上小家电品种约为 200 种，中国不到 100 种；目前，我国城市的小家电保有量在每户 10 件左右，农村保有量在每户 5 件左右，与日韩等国家的每户 22 件相比。因此，从普及程度看，我国小家电内销市场具有巨大的发展潜力。

小家电市场空间。根据国家电网的数据，2013 年我国小家电的整体市场规模约为 2,031 亿元。预计至 2020 年，我国小家电市场规模将增长至 4,608 亿元，2015-2020 年复合增长率为 12.94%。

图表 12：小家电市场复合增速在 13%



资料来源：国家电网，太平洋证券整理

小家电竞争格局。目前我国小家电制造商达 1500 多家以上，整体生产规模大、产品种类多。主要集中在广东、浙江一带，其中珠江三角洲一带集聚了众多的配件厂和服务商，形成了以顺德、中山等地区为中心的产业集群，整机组装和配套能力强。传统的小家电（主要是厨电方面）基本为美的、九阳、苏泊尔占据，根据中怡康的数据，电饭煲、电压力锅、电磁炉、电热水壶、豆浆机销售量 CR3 都已经接近 90%（分别为 85%、92%、91%、77%和 98%）。越来越多的商家进入一些新的品类寻找机会，比如电动牙刷、智能马桶、净水器等。

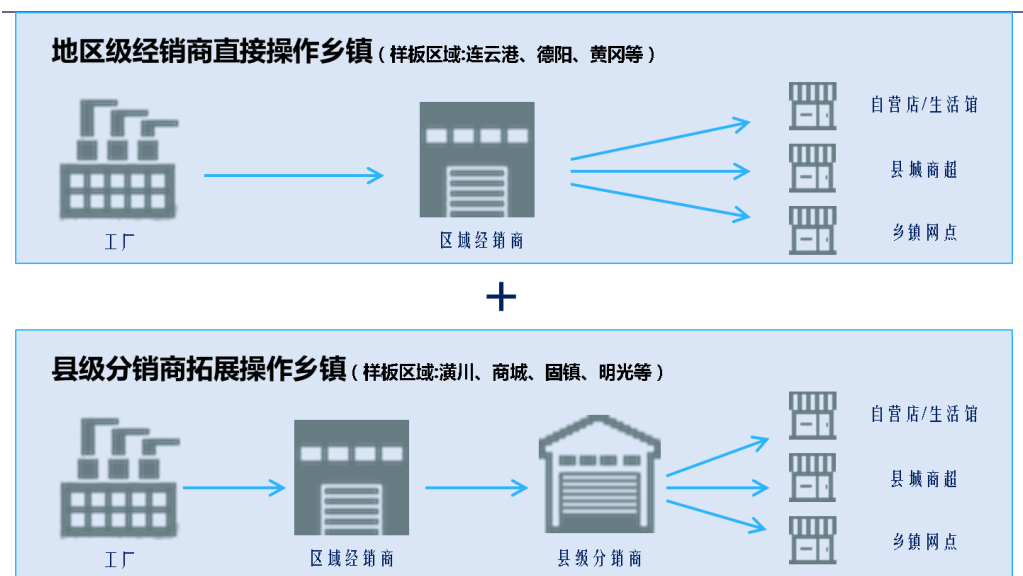
公司小家电产品主要为厨房家电（电饭煲、压力锅、豆浆机等），较为传统，公司 2016 年实现营业收入 2.84 亿元左右，同比 15 年增长 22.56%，小家电市场的竞争还是比较激烈的，未来公司将会开发一些差异化产品，聚焦中高端产品，包括于 2016 年 3 月推出了具有自主知识产权的 IH 电饭锅内胆——“旋风铁釜”和“旋风复合钛釜”，公司扶持经销商，提升小家电的收入，获得一定的市场占有率。

(三) 受益于渠道改善，净利率有望提升

公司目前国内渠道主要有3个方面：1、传统的KA渠道，即商超卖场系统，占50%。2、经销商的渠道，占30%。3、新兴渠道，包括电子商务、团购、电视购物等，占20%。目前来说传统渠道商超（KA）渠道费用越来越高，该渠道毛利率高，但是相关进场费、促销费等销售费用巨大，因此导致公司净利率低。而主要竞争对手以经销商渠道为主，净利率高，因此爱仕达的净利率会较低。

未来公司首先将会加大经销商力度，特别是三、四线城市，将以经销商为主来做，开发二级、三级代理商做渠道下沉，通过地区级、县级模式相结合，快速复制，拓展三四级分销市场。公司目前经销商有300多家，未来重点在于扶持经销商，通过培训，引导经销商，提升经销商的销售量。

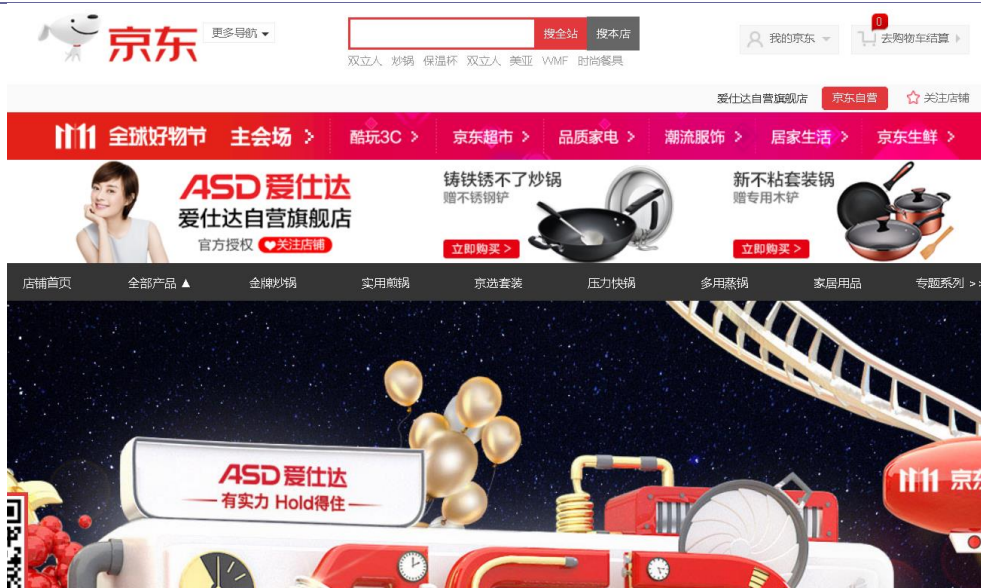
图表 13：公司大力布局 3、4 线地区



资料来源：太平洋证券整理

电商方面，公司成立电商部门已有4、5年时间，去年公司将新兴渠道部门独立出来，设立浙江爱仕达网络科技有限公司，今年一季度还是取得较好的成绩，较去年同期收入增长55%左右，截至今年9月底，占据内销的20%，电商的净利率可以达到8%左右。目前公司产品已覆盖了淘宝、京东、苏宁易购、唯品会、一号店和亚马逊等主流电商平台。未来公司将继续加大电子商务方面的投入，促进公司电商业务快速发展。

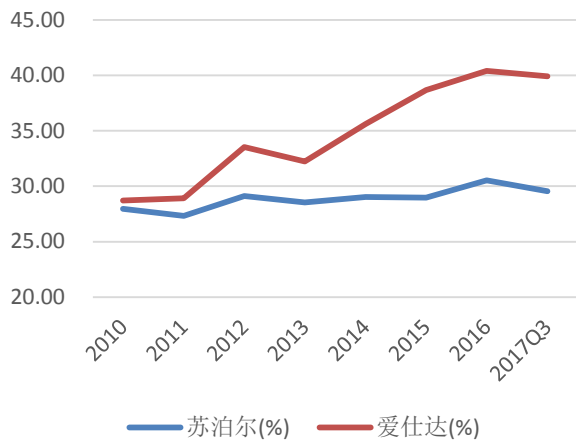
图表 14: 公司布局京东等线上购物



资料来源: 京东, 太平洋证券整理

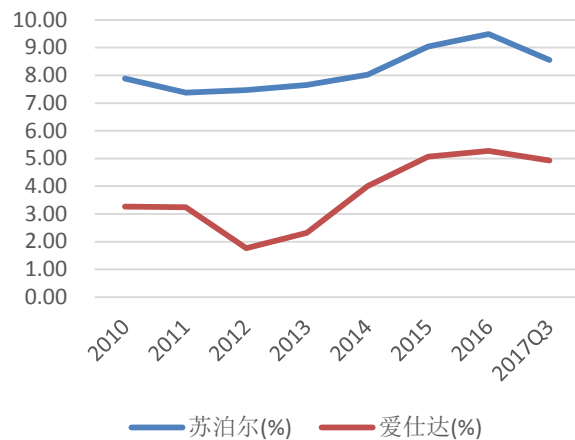
随着渠道的调整, 我们认为公司净利润率有提升的空间。

图表 15 公司毛利率高于竞争对手



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 16: 公司净利润不及竞争对手



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

2016年10月, 公司出资6500万元, 以增资方式收购平湖美嘉保温容器工业有限公司20%股权, 在家居板块上, 进入了保温行业。美嘉保温容器公司是一家集自主研发、制造、销售为一体的专业生产日用保温容器及小家电产品的国家高新技术企业, 产品主要分为塑料、玻璃和不锈钢保温容器制品, 其中塑料保温容器是当前的主要产品。美嘉保温容器2016年销售收入达4.2亿元, 净利润3600万元。2017年半年度, 美嘉保温容器实现销售收入2.34亿元, 净利润1870万元。

图表 17: 美嘉保温容器产品



创于1973·专注保温容器制造
嘉特:我为人民大会堂制造。



资料来源:公司公告,太平洋证券整理

2015年2月,公司拟出资4.35亿元与深圳市前海金融控股有限公司、中国邮政集团公司、深圳市远致投资有限公司、福建七匹狼实业股份有限公司、深圳市腾邦国际商业服务股份有限公司、启天控股有限公司共同发起设立前海再保险股份有限公司发起设立前海再保险股份有限公司,占比14.5%。2016年,前海再保险实现营业收入2200万元。2017半年度实现营业收入17.5亿元。

三、 打造新的增长极-机器人业务

(一) 公司开启全面布局工业机器人

2016年9月27日,公司踏出进军智能制造的第一步,以自有资金5865万元正式收购钱江机器人51%的股权,公司完成收购后,着力于将机器人业务打造成为又一增长极,加快布局脚步。随后,公司于2017年10月,以自有资金8160万元参与认购宁波江宸智能。2017年11月,公司又相继收购了系统集成商去毛刺领域的索鲁馨、物流包装领域的松盛以及基于物流系统集成的劳博物流、汽车发动机及变速箱领域的江宸智能、喷涂领域的三佑科技(钱江机器人子公司)。

图表 18: 公司机器人业务发展进程

2016年9月，收购钱江机器人

2017年11月，全资子公司爱仕达机器人收购索鲁馨、松盛机器人、劳博物流、三佑科技

2017年10月，自有资金8,160.78万元参与认购宁波江宸智能定向发行股票

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

1、钱江机器人

钱江机器人股东背景雄厚，之前的股权结构为博强机器人（孔民秀占89%股权，哈工大教授，先后主持承担国家自然科学基金重点项目、863重点项目、973子项目以及一批省部级重点项目和多项国际合作项目等）、钱江摩托（吉利汽车持股30%，为第一大股东），分别占比为90%、10%，被爱仕达收购后，股权结构变为爱仕达51%、博强机器人10%、钱江摩托39%。

目前钱江机器人已经推出了负载从3KG到800KG的全系列工业机器人产品，可广泛应用于焊接、切割、喷涂、打磨抛光、分拣、装配、搬运码垛等众多领域。其中800KG工业机器人填补了国内空白，20KG防爆机器人属于国内一线水平。

爱仕达控股钱江机器人之后，钱江机器人筹建上海、杭州、广州集成应用公司，并且投资4亿元，打造爱仕达东部智能示范工程，该工程目前已经建设完毕，已进入安装调试阶段，机器人密度基本达到国内先进水平。钱江今年目前实现800台销量，品质得到认可。

图表 19：钱江机器人财务情况

	2015年12月	2016年6月
资产总额	36,754,602.23	51,861,809.91
净资产	23,827,336.71	29,398,765.17
	2015年1月-2015年12月	2016年1月-2016年6月
营业收入	2,907,799.08	3,437,703.00
净利润	-4,880,732.62	-2,428,571.54

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2、江宸智能

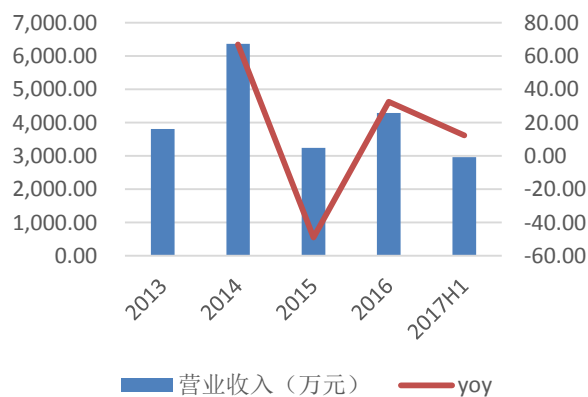
公司是一家以机器人应用及专用工业机器人、人工智能装备的研发及制造，智能控制、信息化软件的开发销售，提供先进制造技术的一体化解决方案的高新技术公司。公司主营业务为轴承自动化装配检测生产线和汽车零部件自动化装配检测生产线。具体产品包括圆锥滚子、圆柱滚子、深沟球轴承全自动化装配生产线，一、二、三代汽车轮毂单元装配检测生产线，发动机、变速箱自动化装配线，自动滚道输送线等产品。

客户主要包括轴承生产企业和汽车生产厂商等领域的客户：瓦房店轴承集团装备技术工程有限公司、东风本田汽车零部件有限公司、福建永安轴承有限公司、柯马（上海）工程有限公司、宁波更大集团有限公司。从客户来说，结构非常优质，瓦房店轴承集团有限责任公司是中国轴承工业的发源地，是中国规模最大的轴承制造企业，在世界轴承行业排名第八位。宁波更大为 VISTEON、DANA、MAGNA 等全球前十的汽车零部件公司提供轴承。

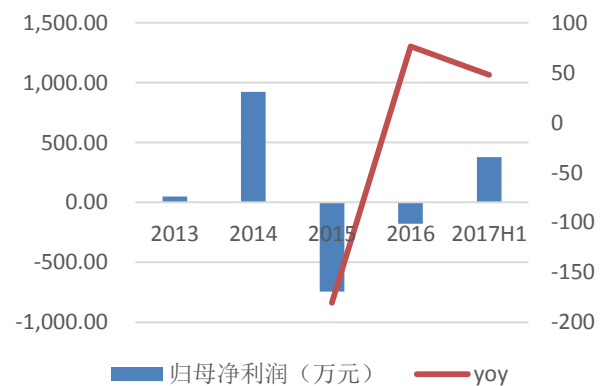
股权结构：截至 2017 年 10 月 27 日，大股东为朱立洲先生，持股 42.65%，第二大股东为吉利集团，吉利 11 月通过公开市场近期多次增持公司股份，持股比例从 9.77% 达到 15.39%，在完成对爱仕达增发之后，爱仕达持股比例达到 20%。

收入结构：公司之前以轴承装备市场为主，2015 年开始进行事业部改革，大力拓展汽车零部件及动力总成市场，在 2016 年顺利完成了吉利发动机项目，与宁波万里扬变速器有限公司成功签订合同，与此同时，公司已经成功研制并交付了新能源汽车电池装配线，标志公司开始进军新能源汽车领域。2017 年与科力远混合动力科技有限公司签订大项目，使公司的竞争力更上一个台阶。目前来说，2017H1 公司实现营业收入 2964 万元，同比上涨 12.35%；营业利润 379 万元，同比增长 907.00%；净利润 377 万元，同比增长 47.69%，主要是因为资产由减值变为增值所致。其中，按照业务结构，汽车零部件自动化生产线占 66.7%，而轴承业务占 33.3%。

图表 20：江宸智能营业收入情况

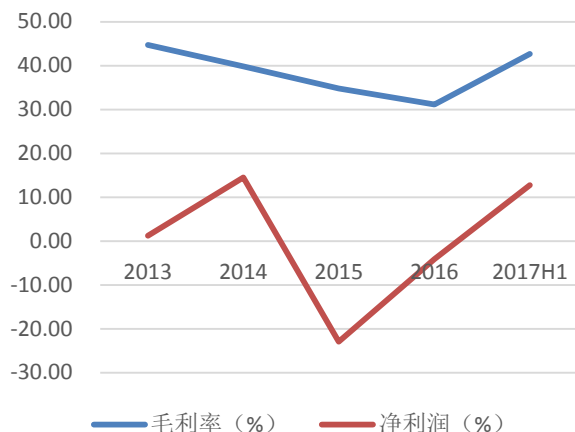


图表 21：江宸智能净利润情况



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

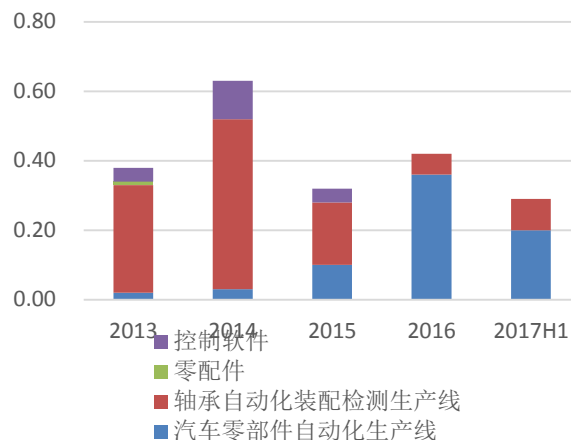
图表 22: 江宸智能毛利率、净利润率情况



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 23: 江宸智能收入结构



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

3、索鲁馨、松盛机器人、劳博物流

公司收购及增资事项共出资自有资金 1,132.8 万元,以自有资金 368.16 万元收购香港索鲁馨自动化有限公司持有的上海索鲁馨自动化有限公司 25% 股权及叶政德持有的上海索鲁馨自动化有限公司 7.773% 股权, (合计受让 32.773% 股权), 同时以自有资金 764.64 万元对上海索鲁馨自动化有限公司进行增资。本次交易完成后, 上海爱仕达机器人有限公司将持有上海索鲁馨自动化有限公司 60% 股权。香港索鲁馨自动化有限公司持有剩余 40% 股权。

索鲁馨拥有一支专业技术研发、方案设计、设备研发、项目管理队伍, 团队成员具备跨领域的知识和丰富的实战经验。索鲁馨在压铸自动化、抛光打磨、去毛刺、上下料上拥有较为成熟的技术, 具有一定的行业竞争优势, 结合公司控股子公司浙江钱江机器人有限公司, 能够形成一定的协同效应。

公司总经理为叶政德: 台湾昆山科技大学机械工程硕士学历。现任公司执行董事、总经理职务兼任技术总监。

图表 24: 索鲁馨财务情况

项目	2016 年 1 月-2016 年 12 月	2017 年 1 月-2017 年 9 月
营业收入	25,550,564.07	2,212,051.25
营业利润	-3,050,321.45	-95,853.75
净利润	-3,034,634.95	-95,886.29
经营活动产生的现金流量净额	-6,130,020.68	302,608.34

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2017 年公司相继收购松盛机器人、劳博物流，这两家公司均为物流领域的公司。

收购方案：1) 松盛机器人：公司以自有资金 3,750 万元收购意欧斯智能科技股份有限公司持有的上海松盛机器人系统有限公司 50% 股权，并对上海松盛机器人系统有限公司增资 2000 万元，增资完成后，上海爱仕达机器人有限公司持有上海松盛机器人系统有限公司 60.53% 股权，上海松盛机器人系统有限公司将成为上海爱仕达机器人有限公司的控股子公司。2) 劳博物流：爱仕达机器人以自有资金合计 510 万元分别收购意欧斯持有的劳博物流 44% 股权及松盛机器人系持有的劳博物流 7% 股权，完成后，共计持有 51% 股权，劳博（上海）物流科技有限公司成为上海爱仕达机器人有限公司的控股子公司。

松盛机器人是一家提供工业机器人综合解决方案的高新技术企业，提供以机器人为核心的自动化应用系统。在系统规划、机械和电气设计、软件开发方面具有丰富经验；具有设计、制造、装配和安装调试一站式项目交付能力。作为国内领先的机器人物料搬运、拆/码垛系统集成商，松盛机器人拥有多年机器人系统应用的经验，以及市场认可的成熟技术。

松盛机器人核心技术团队拥有数十年自动化设备设计、调试、装配经验，拥有玻璃自动化设备、锂电池自动化设备、烟草码垛自动化设备、机床上下料自动化设备、物流码垛自动化设备等行业设计、调试、装配经验。

劳博物流是 2017 年 5 月成立的，是一家提供以机器人为核心的物流分拣和存储解决方案集成商，在系统规划、机械和电气设计、软件研发方面具有丰富的经验，具有机器人应用系统设计、制造、装配和安装调试一站式项目交付能力。

图表 25：松盛机器人客户与案例应用

<p>机器人码垛: Palletizing</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 铝锭码垛 (山东铝业) 2. 烟箱码垛 (昆烟等) 3. 药品码垛 (华仁) 4. 特仑苏 (蒙牛) <p>机床管理: MachineTending</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 高频淬火 (EFD/利纳马/应达) 2. 调料手 (长城玻璃等) 3. 拉床 (TRW) 4. 注塑/压机上下料 (圣戈班/海源) 5. PECVD 上下料 (正泰太阳能) 6. 加工中心 (荣田/松岳) <p>物料搬运 MaterialHandling</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 轮毂转挂 (兴民钢圈/戴卡) 2. 玻璃上下料 (圣戈班) 3. 电池充电站 (金华电力) 	<p>压铸应用 Foundry</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 压铸机取件喷雾 (贵航) 2. 压铸取件喷雾切边 (馍馍) 3. 压铸取件 (海泰克) <p>切割研磨 Cutting&Grinding</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. PVB 研磨 (圣戈班/福耀/耀皮) 2. 铸件打磨切割 (昆山六丰) <p>机器人涂胶 Painting/Gluing/Spraying</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 汽车玻璃涂胶 (无锡上汽等) 2. 光热涂胶 (大明/利虎) 3. 挤出包边 (福耀) <p>钣金折弯 SheetBending</p> <p>(山东益合/江苏同等等)</p> <p>点焊弧焊 Welding (鑫毅等)</p> <p>其他Others: 培训实验设备/卡斯柯/南车等</p>
--	---

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 26：松盛机器人收入及净利润情况

项目	2016年1月-2016年12月	2017年1月-2017年9月
营业收入	25,880,581.81	44,995,374.70
营业利润	-805,679.87	-61,507.57
净利润	-587,883.84	44,006.31

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 27：劳博物流收入及净利润情况

项目	2017年9月
资产总额	216,925.53
负债总额	-778,647.32
应收账款总额	-60,000.00
净资产	995,572.85
项目	2017年5月-2017年9月
营业收入	283,760.69
营业利润	-4,426.70
净利润	-4,427.15
经营活动产生的现金	5,302.52

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

各子公司业绩承诺概述：1) 索鲁馨业绩承诺在 2017-2019 年期间销售收入分别不低于 4,000 万元、6,000 万元、10,000 万元；2017-2019 年期间扣除非经常损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于人民币 300 万元、800 万元和 1,200 万元。2) 江宸智能获得其对赌业绩 2017-2019 年 1500 万，4000 万，8000 万元。3) 松盛机器人 2017 年、2018 年、2019 年的实际净利润分别不低于 350 万元、560 万元、840 万元；4) 劳博物流 2017 年、2018 年、2019 年的实际净利润分别不低于 150 万元、240 万元、360 万元；如果均能达到预期（公司全资持有爱仕达机器人公司，可以得到占索鲁馨、江宸智能、松盛、劳博 60%、20%、60.5%、51%股权），那么对于净利润贡献为 766.5、1738.4、3007.6 万元。

图表 28：未来三年各子公司业绩承诺

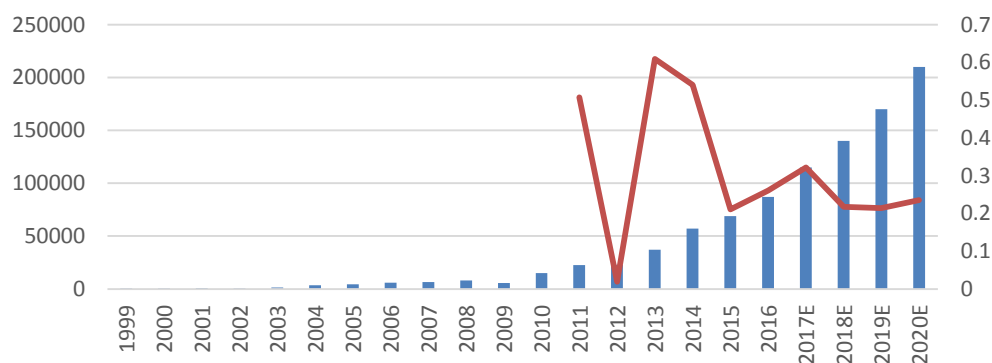
	股权比例	业绩承诺/万元		
		2017	2018	2019
索鲁馨	60%	300	800	1200
江宸智能	20%	1500	4000	8000
松盛机器人	60.50%	350	560	840
劳博物流	51%	150	240	360

资料来源：WIND，太平洋证券整理

(二) 国内工业机器人市场呈现爆发态势

行业协会数据：根据国家统计局的最新数据，1-9月017年1-9月，我国工业机器人产量达到95351台(套)，同比增长69.4%，9月工业机器人产量为13085台/套，同比增长103.2%；从增量来看，自2013年以来中国已跃居全球最大的工业机器人市场。随着机器人成本的进一步下降，以及人口红利的消退，我们预计未来2-3年将会成为国内工业机器人爆发的时期，2017年为工业机器人真正的元年。

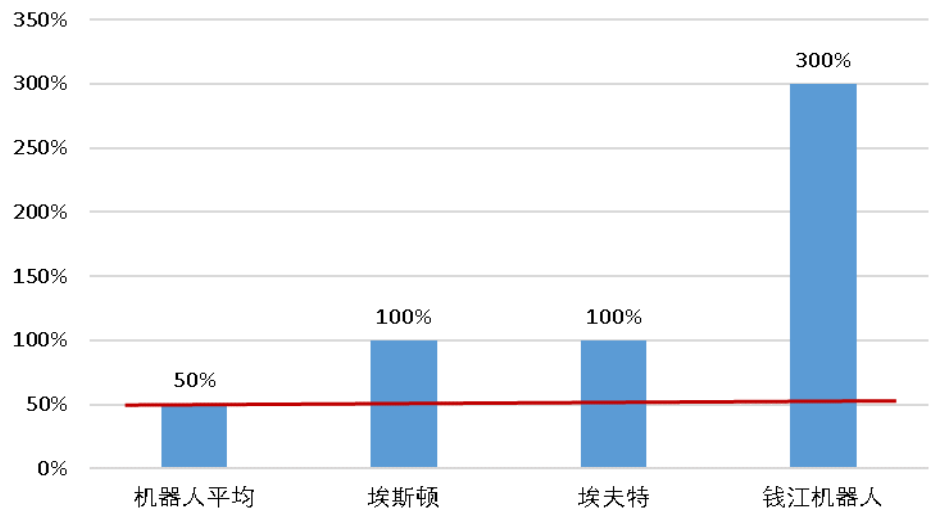
图表 29：未来三年国内机器人市场整体将保持 30%增速



资料来源：WIND，太平洋证券整理

企业数据：今年核心零部件特别是纳博的RV减速器供不应求，导致工业机器人行业供不应求，甚至出现脱销的现象。从各大国产机器人厂商的销售情况来看，今年均实现了大幅的增长，埃夫特预计全年销量将达到3000台，相比去年1500多台的销量增幅达到100%，埃斯顿预计全年销量将达到2000台，相比去年1000台增幅也达到100%，如钱江机器人预计全年1000台以上，相比去年增长300%。

图表 30：国产机器人销售将快于行业

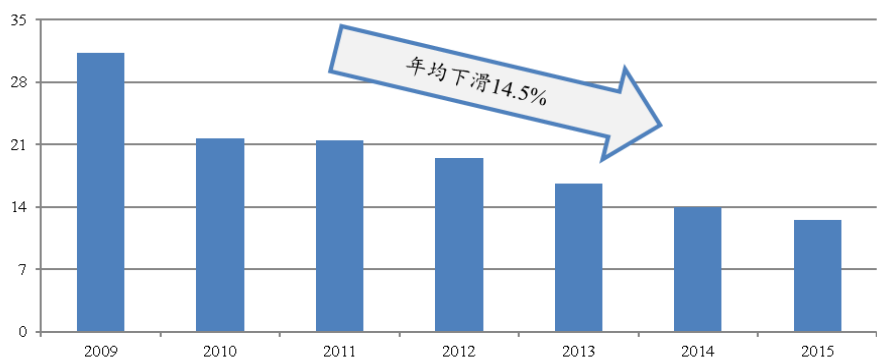


资料来源：太平洋证券整理

广大中小企业能接受的投资回收期最长两年，最好是一年就能回收，因此工业机器人在中国要普及，长期来讲，需要将价格控制在5万以内。

工业机器人在10年前销售均价在50万左右，现在价格是四大家族机器人15-20万，埃夫特、埃斯顿等国产机器人价格略低于四大家族，经济型的国产机器人（如上海欢颜，采用纯国产核心零部件）价格约6.8万。估计未来随着减速机零部件国产化，工业机器人均价估计5万以内。

图表 31：机器人价格不断下滑，回收期缩短



资料来源：太平洋证券整理

(三) 公司优势：核心零部件自制、丰富集成商经验、背靠大股东

1、机器人本体方面：公司目前来说，减速机已经具备中批量生产能力，目前30%的装机均为公司自身的减速机。

公司目前来说，已拥有核心的控制器、减速机。钱江机器人截至今年销售已经达到800台，目前已经签了18年订单达到1500台，全年实现2倍增长，预计未来3年销量在2018年基础上再

翻番。同时，钱江机器人增资完成后，将会扩大生产能力、并购买先进加工设备。同时，公司坚持“研发为王”，成立上海智能科技研究院，推进清华长三角研究院爱仕达智能研究机构落地，对工业云、机器视觉、物联网、智能机器人、智能物流系统等智能技术进行研发，为智能制造平台做技术积累。同时，公司拟投资设立钱江机器人学校。

图表 32：减速器正处于国产化的临界点

	公司	减速器类型	技术情况	规划产能
上市公司	上海机电	RV	成熟（与Nabtesco共同成立合资公司）	计划形成年产20万台精密减速机的产能，2017年上半年实现8000万收入，1315万净利润
	秦川发展	RV	已形成500-700台的月产能	未来有望实现9万/套，进展缓慢
	双环传动	RV	正进入测试和优化阶段	将形成年产6万台RV减速器产能
	大族激光	RV	研发阶段	-
	巨轮智能	RV	研发阶段	-
	中大力德	RV	实现数百台销量	-
非上市公司	苏州绿的	谐波	客户反馈良好	2014年苏州绿的的减速器出货量超过1万台，3-5年产能提升至10万台/年
	中技克美	谐波	实现销售	-
	南通振康	RV	已经实现较大批量生产	1万台/年
	浙江恒丰泰	RV	小批量生产	-
	武汉精华	RV	小批量生产	-
	山东帅克	RV、谐波	停止研发	-

资料来源：公开资料整理，太平洋证券整理

2、在集成方面，拥有经验丰富的工程师团队

公司于2017年7月27日投资设立全资子公司上海爱仕达机器人有限公司，注册资本人民币5000万元。爱仕达机器人公司作为公司整合机器人系统集成平台型公司进行管理，并聘请职业经理人，曾就职ABB集团机器人业务部8年，并担任ABB机器人部销售总监

目前，在集成方面，公司已有具备丰富经验的自动化从业人员，经过调研了解，全资子公司爱仕达上海机器人公司的领导、松盛机器人领导，均为ABB原班人马，松盛机器人技术总监邹永刚先生曾为福耀集团副总，对玻璃深加工及太阳能玻璃的工艺、质量、设备经验资深，拥有丰富的行业经验。上海索鲁馨自动化有限公司成立于2013年1月08日，拥有超过10年的机械结构件生产制造经验和超过80名技术精良的员工，整体来看，均为各自领域较为成熟的集成商。

3、大股东有足够的优势

汽车、摩托车方面：吉利集团、钱江摩托。根据数据统计，国内各个汽车品牌都陆续公布了10月份的销量数据，从目前的数据排名来看，自主阵营中销量排名前五的是吉利汽车、长城汽车、长安汽车、上汽乘用车、广汽传祺，吉利汽车名列首位。吉利集团控股钱江摩托之后，大力推进自动化生产线和机器人应用改造在汽车、摩托车、汽摩配件领域，未来有望形成协同。

四、盈利预测及估值

(一) 盈利预测

- 分业务收入预测

关键假设：

- 1、公司炊具业务保持 10% 平稳增长，毛利率由于渠道变化有所下滑，而净利率有望提升。
- 2、公司小家电业务保持 20% 的增速，与行业接近，毛利率保持稳定。
- 3、公司机器人业务保持快速增长，明年全年并表索鲁馨、劳博物流、松盛机器人，同时，钱江机器人释放产能后，导致收入大幅增长。

图表 33：分业务预测

按照产品	2016A				2017E				2018E				2019E			
	收入金额	收入占比	毛利率	YOY	收入金额	收入占比	毛利率	YOY	收入金额	收入占比	毛利率	YOY	收入金额	收入占比	毛利率	YOY
炊具	22.3	88%	43.54%	12.43%	25.7	85%	43.55%	15%	28.3	77%	42.00%	10%	31.1	73%	41.00%	10.0%
小家电	2.8	11%	18.77%	22.41%	3.4	11%	24.74%	20%	4.1	11%	24.74%	20%	4.9	12%	24.74%	20.0%
其他	0.3	1%	10.33%	26.10%	0.3	1%	13.47%	-1%	0.3	1%	13.47%	20%	0.4	1%	13.47%	20.0%
机器人					0.8	3%	15.37%	100%	4.2	11%	20%	398%	6.2	15%	34%	47.7%

数据来源：公司公告、太平洋证券整理

(二) 估值及投资建议

我们将公司业务分为两块：家电相关业务、机器人业务，进行分部估值。

家电业务：预计 2017 年-2019 年实现收入 29.4、32.7、36.4 亿元，实现归母净利润 1.62、1.73、2 亿元，给予 2018 年 30 倍估值，对应为 51.9 亿市值。

机器人业务：预计 2017 年-2019 年实现收入 0.84、4.2、6.2 亿元，利润计算加上投资收益中来自于江宸智能，实现归母净利润 0.076、0.17、0.68，给予 2018 年 60 倍估值，对应为 10.2 亿市值。我们认为国产机器人处于爆发临界点，行业关注度将不断提高，公司机器人业务背靠大股东资本优势明显，同时有进一步外延来横向拓展的可能。首次覆盖给予“买入”评级，六个月目标价 17.9 元，对应涨幅空间为 46.5%。

图表 34：估值对比

	公司名称	股票代码	收盘价	市值	营业收入			净利润			市盈率		
					2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
家电	苏泊尔	002032	41.1	337.2	141.4	165.4	190.9	13.1	15.8	18.8	25.7	21.3	18.0
	九阳股份	002242	18.9	145.1	78.3	88.0	99.8	7.5	8.7	10.0	19.3	16.7	14.5
机器人	埃斯顿	002747	13.6	113.7	10.0	14.0	18.6	1.0	1.4	2.0	110.9	80.8	58.3
	中大力德	002896	53.5	42.8	4.8	5.8	6.8	0.7	0.9	1.0	62.1	49.3	42.2
	机器人	300024	21.2	331.2	26.1	31.9	37.3	4.7	5.7	6.4	71.1	58.4	51.4
	拓斯达	300607	76.0	99.1	6.8	9.5	12.5	1.3	1.8	2.3	75.7	55.5	42.9

数据来源：公司公告、太平洋证券整理

五、风险提示

原材料上涨；机器人拓展不达预期；渠道拓展不利

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2547.54	3017.81	3683.24	4254.14
营业成本	1518.35	1792.28	2283.61	2644.38
营业税金及附加	31.62	35.91	44.20	51.05
销售费用	595.70	682.33	823.20	935.91
管理费用	258.11	277.64	316.76	340.33
财务费用	-8.25	33.00	3.40	14.50
资产减值损失	9.38	12.00	15.00	18.00
投资收益	14.83	0.00	22.00	30.00
公允价值变动损益	0.24	0.24	0.24	0.24
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	157.69	184.89	219.31	280.21
其他非经营损益	3.52	5.68	7.71	10.55
利润总额	161.22	190.57	227.02	290.76
所得税	26.94	28.59	29.51	37.80
净利润	134.27	161.99	197.50	252.96
少数股东损益	-3.09	0.03	0.01	0.03
归属母公司股东净利润	137.37	161.96	197.49	252.93
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	408.26	431.70	556.11	769.32
应收和预付款项	577.43	682.37	839.27	966.94
存货	591.91	701.97	897.66	1041.34
其他流动资产	130.90	154.11	188.09	217.25
长期股权投资	497.78	497.78	497.78	497.78
投资性房地产	2.80	2.80	2.80	2.80
固定资产和在建工程	734.79	654.15	573.51	492.87
无形资产和开发支出	325.72	293.85	261.98	230.11
其他非流动资产	192.84	189.93	187.01	184.10
资产总计	3462.44	3608.66	4004.22	4402.50
短期借款	100.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	613.01	642.02	832.21	971.77
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	603.82	358.20	366.06	371.83
负债合计	1316.83	1000.22	1198.27	1343.60
股本	350.32	350.32	350.32	350.32
资本公积	1245.43	1546.27	1546.27	1546.27
留存收益	510.39	672.35	869.84	1122.77
归属母公司股东权益	2106.14	2568.94	2766.43	3019.36
少数股东权益	39.47	39.50	39.51	39.54
股东权益合计	2145.61	2608.44	2805.94	3058.90
负债和股东权益合计	3462.44	3608.66	4004.22	4402.50
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	229.13	333.32	338.13	410.14
PE	31.11	26.39	21.64	16.90
PB	1.99	1.64	1.52	1.40
PS	1.68	1.42	1.16	1.00
EV/EBITDA	17.65	11.01	10.49	8.13

现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	134.27	161.99	197.50	252.96
折旧与摊销	79.69	115.42	115.42	115.42
财务费用	-8.25	33.00	3.40	14.50
资产减值损失	9.38	12.00	15.00	18.00
经营营运资本变动	401.65	-204.72	-188.63	-155.27
其他	-302.19	-13.14	-37.13	-48.14
经营活动现金流净额	314.55	104.55	105.57	197.47
资本支出	-135.88	0.00	0.00	0.00
其他	-280.03	1.04	22.24	30.24
投资活动现金流净额	-415.91	1.04	22.24	30.24
短期借款	-206.00	-100.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	301.33	300.84	0.00	0.00
支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	247.69	-283.00	-3.40	-14.50
筹资活动现金流净额	343.01	-82.16	-3.40	-14.50
现金流量净额	252.83	23.43	124.41	213.21
财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	13.63%	18.46%	22.05%	15.50%
营业利润增长率	20.53%	17.25%	18.61%	27.77%
净利润增长率	18.15%	20.64%	21.93%	28.08%
EBITDA 增长率	11.38%	45.47%	1.44%	21.30%
获利能力				
毛利率	40.40%	40.61%	38.00%	37.84%
三费率	33.19%	32.90%	31.04%	30.34%
净利率	5.27%	5.37%	5.36%	5.95%
ROE	6.26%	6.21%	7.04%	8.27%
ROA	3.88%	4.49%	4.93%	5.75%
ROIC	6.95%	10.60%	10.26%	12.76%
EBITDA/销售收入	8.99%	11.04%	9.18%	9.64%
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.85	0.97	1.01
固定资产周转率	4.50	5.61	8.05	11.29
应收账款周转率	5.56	5.75	5.82	5.67
存货周转率	2.74	2.72	2.81	2.69
销售商品提供劳务收	99.88%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	38.03%	27.72%	29.93%	30.52%
带息债务/总负债	7.59%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.73	2.94	2.86	2.95
速动比率	1.13	1.89	1.82	1.93
每股指标				
每股收益	0.39	0.46	0.56	0.72
每股净资产	6.12	7.45	8.01	8.73
每股经营现金	0.90	0.00	0.00	0.00

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyling@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。