

埃斯顿 (002747)

业绩高增长超预期，“机器人+”战略推动智能化升级 增持（维持）

2018年4月20日

证券分析师 陈显帆

执业证书编号：S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证书编号：S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

事件 1: 公司公告 2017 年年报，共计营收 10.77 亿 (+58.69%)，归母净利润 0.93 亿元 (+35.67%)，扣非归母净利润 0.71 亿元 (+43.89%)，大幅超预期。拟每 10 股派发 0.72 元股利。

事件 2: 公司发布 2018Q1 报告，实现营收 3.02 亿 (+123.69%)，归母净利润 0.18 亿元 (+35.09%)，扣非归母净利润 0.16 亿元 (+147.99%)，业绩超预期。

投资要点

■ 2017 业绩大幅增长，智能系统业务放量

2017 年公司经营顺利，并购项目有效推进，公司的竞争优势进一步稳固，各项业务均实现持续增长。其中，智能装备核心部件及运动控制系统实现营收 5.88 亿元，同比+25.73%。工业机器人及智能制造系统实现营收 4.89 亿元，同比增长 131.67%。

2018 年一季度优势持续扩大，运动控制系统同比增长超过 100%，工业机器人及智能制造业务同比增长超过 200%，机器人业务开拓顺利，德国 M. A. i 并表贡献业绩。

■ 降本增效初见成果，综合毛利率大幅上升

2017 年销售毛利率 33.44%，同比+1.79pct，核心部件及运动控制系统毛利率 36.6%，工业机器人及智能制造系统毛利率 29.63%，供应链管理、成本控制降本增效成果显现。报告期内期间费用合计占比总收入的 27.5%（其中销售、管理、财务费用率分别是 7.08%、19.02%、1.40%，同比分别 -1.19%、+2.63%、+0.69pct），同比+2.13pct。我们认为，公司募投项目的 9000 台(套)产能已经落地，未来扩产将实现 1.5 万台(套)产能，产量上升进一步摊薄成本，能够进一步提升公司利润。

■ 两项核心业务稳步推进，受益工业机器人市场火爆

公司两大核心业务明确：**1) 核心零部件及运动控制系统：主业稳健。**作为国内最早开始技术研发者之一，埃斯顿是伺服产品开拓者，数控系统多年保持市场占有率 80%以上，在 3C、新能源等行业大客户应用中取得批量订单，未来有望实现进一步的国产替代。**2) 工业机器人及智能制造系统：业绩持续翻番。**公司高端应用的六轴机器人占公司总销量的 80%以上，有较强的产品市场竞争力和品牌影响力，在核心零部件高度自给的前提下，公司拥有较大成本优势，机器人连续多年保持翻倍增长。智能制造系统领域不断加速，布局压铸、冲压、汽车、装配等领域的系统解决方案，结合自身制造优势，规模效应显现。

根据《机器人产业发展规划(2016-2020 年)》，到 2020 年要实现工业机器人密度达到 150 台/万人、国产工业机器人年销量 10 万台、六轴及以上年产量达到 5 万台的目标，具有较大发展空间。目前公司募投项目一期已投产后产能达到 9000 台(套)，未来根据行业情况将在未来 3 年内达到年产 1.5 万台(套)机器人。下游行情持续升温，业绩有望高增长。

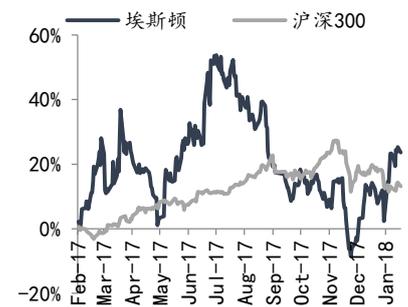
■ 整合全球优质资源，保持高研发投入不动摇

自 2016 年下半年机器人行业景气度上升，公司收购脚步逐渐加快，标的涉及海内外。公司先后收购英国 TRIO，控股德国 M. A. i. 公司参股美国 BARRETT、意大利 Euclid 等公司，在品牌和技术上完成国际化布局，为公司在运动控制解决方案、智能化协作、康复机器人以及工业 4.0 等方面的发展战略奠定了坚实基础。

盈利预测与投资建议：公司是国内领先的高端智能机械装备企业，主业数控机床的持续放量，拳头产品交流伺服及成套设备产品的不断完善。我们看好公司并购标的在未来带来的协同效应，看好研发实力提升带来的产品质量的飞跃，有望在未来逐渐占领国内工业机器人市场。预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.17/0.26/0.45 元，对应 PE 为 76/48/28X，维持“增持”评级。

风险提示：新产品研发进度、并购协同效应不及预期，机器人行业竞争激烈。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.75
一年最低/最高价	8.6/15.80
市净率(倍)	6.9
流通 A 股市值 (百万元)	10472.8

基础数据

每股净资产(元)	1.84
资本负债率(%)	49.56
总股本(百万股)	838.49
流通 A 股(百万股)	821.40

相关研究

1. 埃斯顿：业绩整体符合预期，机器人业务放量成长中
-20160425

1. 2017 年业绩大幅增长，智能系统业务放量

2017 年，公司各项业务均实现持续增长，产品品质与口碑持续改善，并购项目整合有效进行，实现营收 10.77 亿 (+58.69%)，归母净利润 0.93 亿元 (+35.67%)，扣非归母净利润 0.71 亿元 (+43.89%)，业绩表现大幅超预期，公司的竞争优势进一步稳固。

2018 年一季度优势持续扩大，运动控制系统同比增长超过 100%，工业机器人及智能制造业务同比增长超过 200%，主要系数控系统业务稳步增长，运动控制系统业务快速增长，机器人及智能制造系统业务高速增长，收购德国 M. A. i. 并表及协同效应显现。

公司披露了中报业绩预告：预计 2018H1 归母净利润 0.52 亿元-0.72 亿元，同比上涨 30.00% 至 80.00%，公司主业工业机器人和智能制造业务进入高速发展期。

图1：2017 年营收同比增长 58.69%，2018Q1+123.69%，机器人业务、运动控制系统快速增长

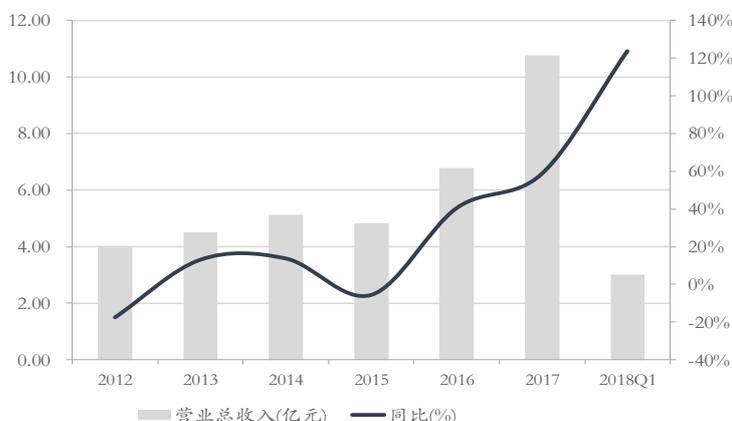


图2：2017 年归母净利润维持高位，同比增长 35.67%

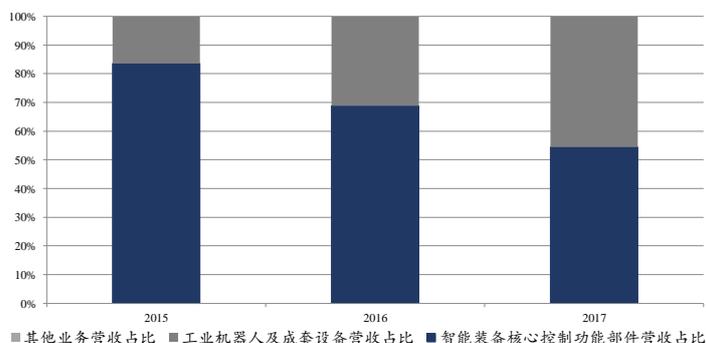


资料来源：WIND，东吴证券研究所

资料来源：WIND，东吴证券研究所

分产品看，智能装备核心部件及运动控制系统实现营收 5.88 亿元，占比 54.57%，同比+25.73%。尤其是运动控制系统产品不断创新升级，保持快速增长，同比增长 57%。工业机器人及智能制造系统实现营收 4.89 亿元，占比 45.43%，同比增长 131.67%。可以看出公司深耕优势领域的同时不断扩大业务规模及产品线，在技术上不断追赶甚至超过国际品牌，在特定工艺领域建立起竞争优势。

图3：工业机器人业务强势推进，双主营板块业绩接近 1:1



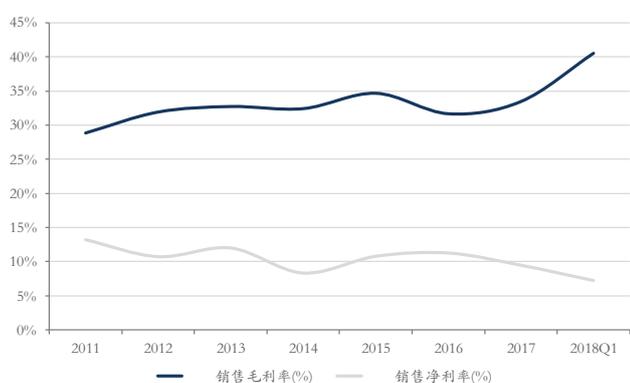
资料来源：WIND，东吴证券研究所

2. 降本增效初见成果，综合毛利率大幅上升

2017 年销售毛利率 33.44%，同比+1.79pct，其中智能装备核心部件及运动控制系统毛利率 36.6%，同比+3.86pct；工业机器人及智能制造系统毛利率 29.63%，同比+0.40pct。主要原因是公司从设计、供应链管理、成本费用控制等方面对成本进行了优化控制，已经取得了初步成效，综合毛利率有显著提升，未来规模显现后，公司毛利率上涨空间大。

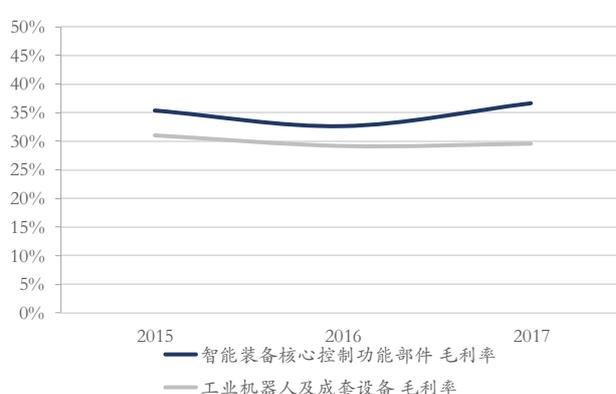
报告期内期间费用合计占比总收入的 27.5%（其中销售、管理、财务费用率分别是 7.08%、19.02%、1.40%，同比分别-1.19、+2.63、+0.69pct），同比+2.13pct。管理费用率提升较为明显，主要因为报告期内首期及第二期股权激励费用确认，以及收购带来中介费用的提高。公司研发费用常年维持 10%左右，在可比公司中位列第一，推高管理费用。我们认为，随着公司 IPO 募投项目在 2018 年 Q1 落地，可在未来实现 1.5 万台(套)产能，产量上升进一步摊薄成本，对利润提升有所贡献。

图4：毛利率持续上扬，净利率略有下降



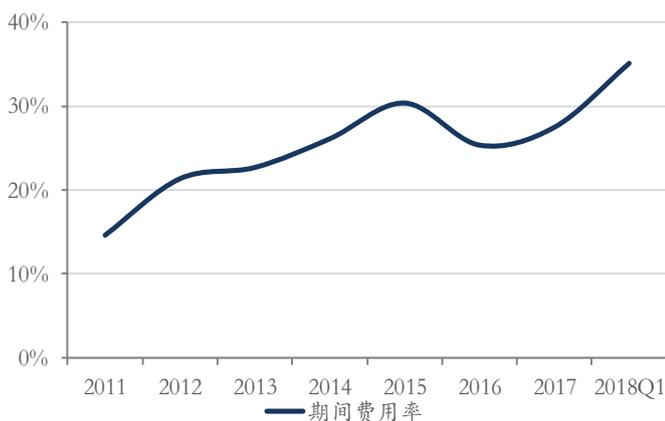
资料来源：WIND, 东吴证券研究所

图5：两项业务毛利率稳中有升



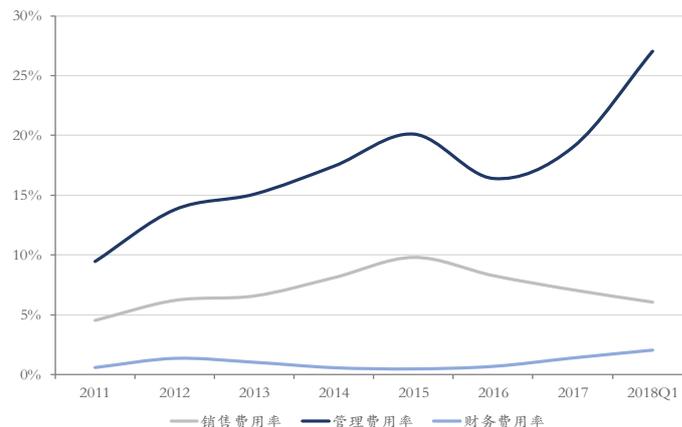
资料来源：WIND, 东吴证券研究所

图6：期间费用攀升，净利润偏低



资料来源：WIND, 东吴证券研究所

图7：销售、财务费用率控制良好



资料来源：WIND, 东吴证券研究所

3. 两项核心业务稳步推进，受益中国工业机器人市场火爆

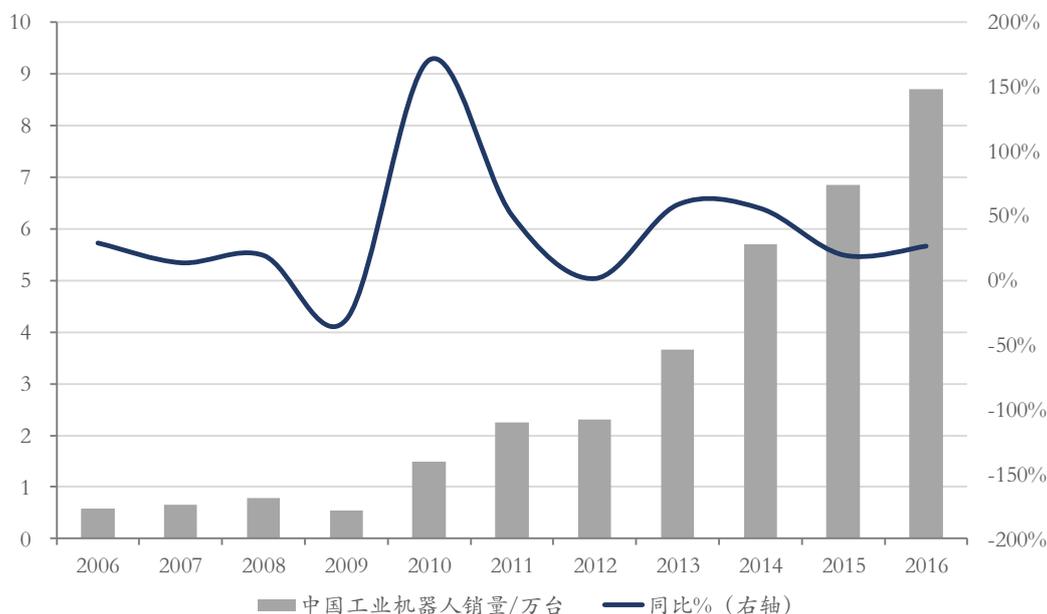
公司两大核心业务布局明确，“双核双轮、内生外延”落实到位。

1) 核心零部件及运动控制系统：主业稳健。作为国内最早开始技术研发者之一，埃斯顿是伺服产品开拓者，数控系统多年保持市场占有率 80% 以上，在 3C、新能源等行业大客户应用中取得批量订单，未来有望实现进一步的国产替代。

2) 工业机器人及智能制造系统：业绩持续翻番。公司高端应用的六轴机器人占公司总销量的 80% 以上，有较强的产品市场竞争力和品牌影响力，在核心零部件高度自给的前提下，公司拥有较大成本优势，机器人连续多年保持翻倍增长。智能制造系统领域不断加速，布局压铸、冲压、汽车、装配等领域的系统解决方案，结合自身制造优势，规模效应显现。在未来，工业机器人智能制造将更加智能化、柔性化、网络化发展。

2009-2016 年中国工业机器人市场销量保持高速增长，2013 年中国工业机器人销量 3.7 万台，首次成为全球最大市场。自 2013 年以来，中国已经连续五年成为全球第一大机器人消费国，2016 年中国市场占全球机器人市场的 29.9%，目前中国机器人产业规模增速达到 20% 以上，为引领全球机器人增长的最大驱动力。根据《机器人产业发展规划（2016-2020 年）》，到 2020 年要实现工业机器人密度达到 150 台/万人、国产工业机器人年销量 10 万台、六轴及以上年产量达到 5 万台的目标，具有较大发展空间。目前公司募投项目一期已投产后产能达到 9000 台/套，未来根据行业情况将在未来 3 年内达到年产 1.5 万台(套)机器人。下游行情持续升温，业绩有望持续翻番。

图8：中国工业机器人销量持续走强，2016 年销量 8.7 万台，同比+26.9%



资料来源：IFR，东吴证券研究所

4. 整合全球优质资源，保持高研发投入不动摇

自 2016 年下半年机器人行业景气度上升，公司收购脚步逐渐加快，标的涉及海内

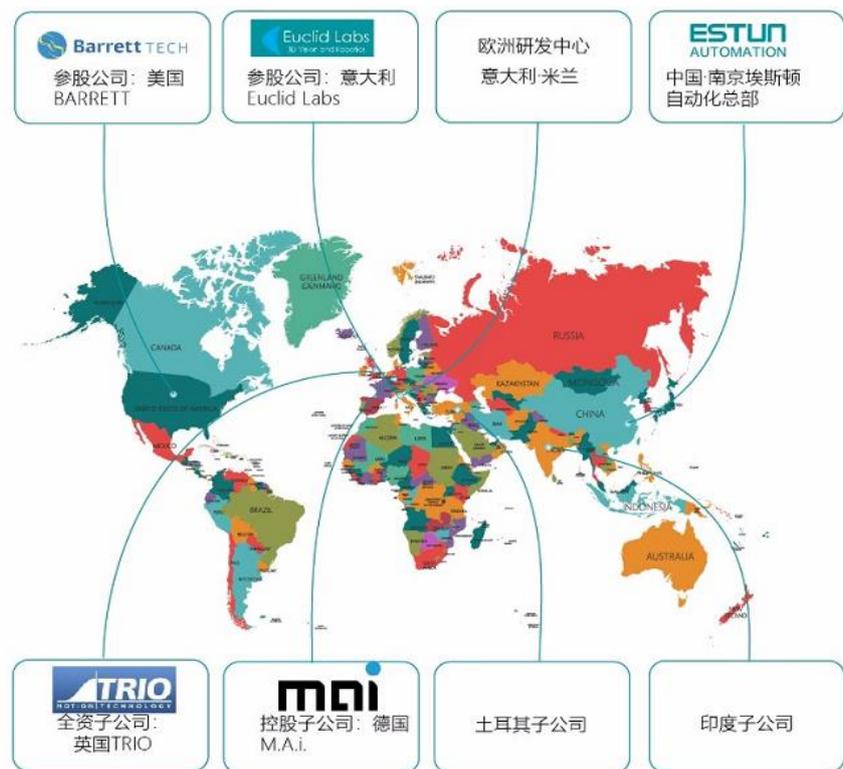
外。通过一系列资源并购整合，进一步奠定了公司在智能装备核心部件领域和运动控制系统、机器人和智能制造系统方面的领先能力，增强了国际领先的品牌、生产、技术和研发能力，收购完成后协同效应应进一步提高公司国际竞争力。

核心部件方面：2016 年公司收购 Equild，主要研发三维视觉系统，目前已经配合公司工业机器人产品，在海尔生产线已经有应用。2017 年收购英国 TRIO，研发高精运动控制器，带来客户和产品的协同，打入中高端控制器市场。2017 年收购扬州曙光 68% 股权，切入高端军用装备自动化领域。

机器人智能方面：2017 年参股 Barrett 研发微型伺服（5cm 大小）和康复机器人，公司将负责国内微型伺服系统、人机协作智能机器人以及康复机器人的市场开拓。

智能制造方面：2017 年收购德国 M.A.i.，对接德国工业 4.0 技术水平，打造欧洲市场推广坐标系。随着外延不断拓展，产业链不断完善，公司有望在未来成为具有强大技术壁垒的优质龙头。

图9：整合全球优质资源，不断提高开拓进程



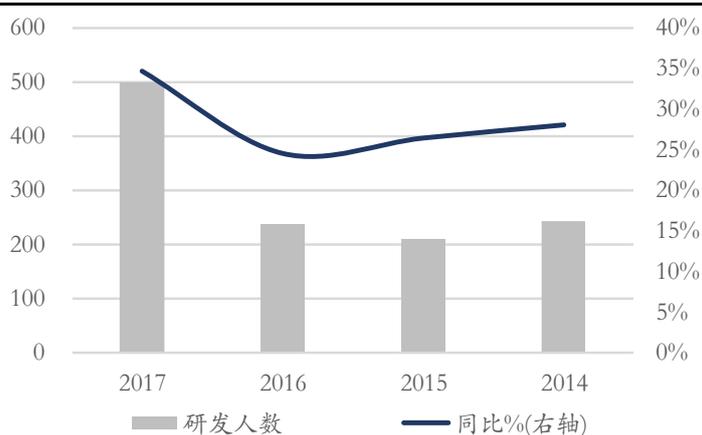
资料来源：公司官网, 东吴证券研究所

作为一家以技术为核心驱动力的高新技术企业，公司深刻意识到核心技术的自主可控不仅对公司的市场竞争力具有长足作用，也对于国家战略发展具有重要意义。公司研发投入常年维持 10% 左右。截至 2017 年，公司共有授权专利 234 件，其中发明专利 79 件，国际机器人发明专利 2 件，软件著作权 126 件，已经申请尚未收到授权的专利有 101 件。拥有以王杰高博士领军的机器人研发团队、以钱巍博士为首的智能核心功能控制部件研发团队、以及位于意大利米兰的欧洲研发中心，其中王杰高博士为新一届 IFR(国际

机器人联合会)执行委员会唯一的中国企业委员。公司是国内为数不多的掌握机器人核心部件生产技术的公司,机器人本体制造中,80%的核心部件可以自制。

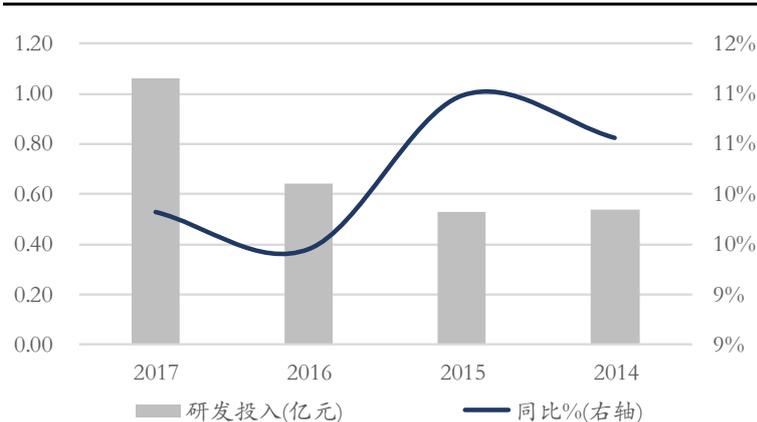
2017年新研发推出高性能机器人控制技术,提高机器人精度、速度和使用方便性;计算机自动编程技术折弯机器人、新一代机器人三维视觉技术、协作机器人电子感应皮肤技术等。截至报告期末,公司共有员工1,440人,其中硕士及博士181人,研发人员499名,占比34.65%。

图10: 2017研发人员数量占员工人数 34.65%



资料来源: WIND, 东吴证券研究所

图11: 研发投入 1.06 亿, 占总营收 9.82%



资料来源: WIND, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

公司是国内领先的高端智能机械装备企业,中国机器人产业的后起之秀,具有国内一流的研发实力。短期看好公司两大主营业务板块市占率持续攀升,中期看好国防军工自动化业务增速加快,未来公司有望成为具有国际影响力的运动控制解决方案提供商,推动机器人国产化进程。预计公司2018-2020年EPS为0.17/0.26/0.45元,对应PE为76/48/28X,维持“增持”评级。

6. 风险提示

1、研发进度不及预期。我国工业机器人行业起步晚,技术实力和国际一流水平存在差距,减速器等核心零部件技术突破难度大,研发需要大量投入,若研发进度不及预期,对公司业绩有较大影响。

2、并购协同效应不及预期。在外延性发展的过程中,由于项目谈判、项目推进、以及文化差异,导致投资项目的进展及项目持续经营情况不及预期。

3、工业机器人行业竞争激烈。我国工业机器人市场面临自主创新能力不足、关键核心技术无法实现国产化突破、产品质量较低的情况,利润被国外厂商把控。在日趋激烈的竞争环境下,存在价格战的潜在风险。

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>

