

研发投入加大影响短期业绩，中长期竞争力持续提升

——埃斯顿 2018 年三季度报点评

季报点评

郭泰 (分析师)	何宇超 (分析师)	陈皓 (联系人)
021-68865595	021-68865595	010-83561000
guotai@xsdzq.cn	heyuchao@xsdzq.cn	chenhao1@xsdzq.cn
证书编号: S0280518010004	证书编号: S0280518080001	证书编号: S0280118040008

● 营收维持高速增长，中长期竞争力持续提升，维持“推荐”评级：

公司 2018 年前三季度营收/归母净利润达到 10.65/0.71 亿元，同比增长 60%/20%，扣非后净利润增长 15%，毛利率 36.14% (+3.47pct)，受行业需求放缓及自身研发力度加大，业绩略低于预期；报告期内公司工业机器人、运动控制系统保持高速增长，持续提升智能制造领域核心竞争力。由于公司仍然处于快速投入期，我们调整盈利预测，预计公司 2018-2020 归母净利润分别为 1.30 (-0.20) / 2.03 (-0.28) / 3.10 (-0.30) 亿元，维持“推荐”评级。

● 工业机器人业务翻倍，运动私服系统增长 50%，毛利率大幅提升：

2018 年 1 月，以公司自产机器人为基础的工业机器人智能化生产基地正式投产，产能瓶颈得到解决，并且在 3C、印刷电路板、汽车零部件、光伏等行业取得新客户的拓展突破，前三季度工业机器人及智能制造系统保持 100% 以上增速；此外，公司运动控制系统充分吸收融合 TRIO、BARRETT、扬州曙光等企业的技术优势，大力拓展市场，前三季度营收增长超过 50%。由于规模效应的体现，公司综合毛利率达到 36.14%，提升 3.47pct。

● 三季度保持高速增长态势，加大研发投入影响短期利润：

三季度国内工业机器人产量增长 4%、成形机床产量下滑 27%，但公司营收增长 38%、毛利率达到 36.12% (+5.34pct)，体现出较强的竞争力。此外，公司持续加大研发投入和技术骨干队伍建设，前三季度研发费用 1.04 亿元 (+86%)、管理费用 1.22 亿元 (+87%)，一定程度影响了当期利润。

● 行业回归平稳增长状态，掌握核心技术将助推公司脱颖而出：

受益于消费电子、家电等行业需求增长，近几年国内工业机器人迅速发展，2017 年产量达到 13 万台 (+67%)、国产品牌占比约 35%，2018 年下半年开始逐步回归平稳增长，1-9 月产量为 10.8 万台 (+9.3%)；我们认为行业在快速发展的同时也将逐步进入整合期，行业竞争或将加剧，公司持续加大研发投入力度、培养技术骨干团队，核心零部件自产率达 80%，技术储备和人才梯队建设优势明显，有望在国内工业自动化升级的浪潮中脱颖而出。

● 风险提示：产能扩建进度较慢，市场竞争加剧，外延并购整合的不确定性

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	678	1,077	1,742	2,396	3,270
增长率(%)	40.4	58.7	61.8	37.5	36.5
净利润(百万元)	68.6	93	130	203	310
增长率(%)	34.0	35.7	39.8	56.4	52.3
毛利率(%)	31.6	33.4	33.6	34.2	35.0
净利率(%)	10.1	8.6	7.5	8.5	9.5
ROE(%)	5.2	6.2	8.3	11.9	15.7
EPS(摊薄/元)	0.08	0.11	0.16	0.24	0.37
P/E(倍)	122.91	90.6	64.8	41.4	27.2
P/B(倍)	5.80	5.5	5.2	4.8	4.2

推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2018.10.24
收盘价(元):	10.06
一年最低/最高(元):	8.6/16.42
总股本(亿股):	8.38
总市值(亿元):	84.3
流通股本(亿股):	7.26
流通市值(亿元):	73.07
近 3 月换手率:	56.37%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.88	-24.08	-7.42
绝对	-10.54	-33.79	-26.43

相关报告

《工业机器人业务翻倍，行业地位不断巩固》2018-08-16

《深耕智能制造，打造国产工业机器人标杆企业》2018-04-21

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1295	1852	2406	3025	3825	营业收入	678	1077	1742	2396	3270
现金	147	370	437	582	584	营业成本	464	717	1156	1577	2124
应收账款	289	428	695	850	1259	营业税金及附加	6	9	14	18	24
其他应收款	9	23	29	42	54	营业费用	56	76	118	161	211
预付账款	26	93	118	156	207	管理费用	111	205	317	412	549
存货	170	317	429	557	730	财务费用	5	15	21	29	40
其他流动资产	654	620	698	838	990	资产减值损失	10	-3	-5	-6	-9
非流动资产	586	1378	1629	1874	2184	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	34	33	38	53	77	投资净收益	5	12	13	13	13
固定资产	181	247	404	548	729	营业利润	32	88	133	218	342
无形资产	114	346	399	464	541	营业外收入	49	28	28	34	40
其他非流动资产	256	751	787	809	836	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	1881	3229	4035	4898	6008	利润总额	80	115	161	252	382
流动负债	338	1177	1879	2558	3368	所得税	4	14	19	29	43
短期借款	35	434	850	1200	1600	净利润	76	102	142	223	339
应付账款	168	253	390	475	674	少数股东损益	8	9	12	19	29
其他流动负债	135	490	639	883	1094	归属母公司净利润	69	93	130	203	310
非流动负债	73	423	443	465	487	EBITDA	97	175	232	358	528
长期借款	0	240	248	250	252	EPS(元)	0.08	0.11	0.16	0.24	0.37
其他非流动负债	73	183	195	215	235						
负债合计	411	1600	2322	3023	3855						
少数股东权益	17	92	104	123	152	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	276	836	838	838	838	成长能力					
资本公积	992	508	508	508	508	营业收入(%)	40.4	58.7	61.8	37.5	36.5
留存收益	226	264	314	393	512	营业利润(%)	136.9	176.1	51.7	63.2	57.2
归属母公司股东权益	1453	1537	1609	1752	2002	归属于母公司净利润(%)	34.0	35.7	39.8	56.4	52.3
负债和股东权益	1881	3229	4035	4898	6008	获利能力					
						毛利率(%)	31.6	33.4	33.6	34.2	35.0
						净利率(%)	10.1	8.6	7.5	8.5	9.5
						ROE(%)	5.2	6.2	8.3	11.9	15.7
						ROIC(%)	4.7	5.4	5.9	7.8	9.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	21.9	49.6	57.5	61.7	64.2
						净负债比率(%)	-7.7	18.7	42.2	50.5	63.4
						流动比率	3.8	1.6	1.3	1.2	1.1
						速动比率	3.3	1.3	1.1	1.0	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
						应收账款周转率	3.0	3.0	3.1	3.1	3.1
						应付账款周转率	3.6	3.4	3.6	3.7	3.7
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.08	0.11	0.16	0.24	0.37
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.63	0.27	-0.09	0.16	0.03
						每股净资产(最新摊薄)	1.73	1.83	1.92	2.09	2.39
						估值比率					
						P/E	122.91	90.59	64.80	41.43	27.21
						P/B	5.80	5.48	5.24	4.81	4.21
						EV/EBITDA	86.86	51.5	40.6	27.1	19.3

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-65	-22	-77	130	28
净利润	76	102	142	223	339
折旧摊销	19	28	36	52	70
财务费用	5	15	21	29	40
投资损失	-5	-12	-13	-13	-13
营运资金变动	-168	-149	-264	-160	-408
其他经营现金流	8	-6	0	0	0
投资活动现金流	-701	-358	-275	-284	-367
资本支出	117	236	234	210	265
长期投资	-525	97	-5	0	-25
其他投资现金流	-1109	-26	-45	-74	-127
筹资活动现金流	880	596	418	299	342
短期借款	-4	399	416	350	400
长期借款	0	240	8	2	2
普通股增加	154	560	2	0	0
资本公积增加	781	-484	0	0	0
其他筹资现金流	-51	-119	-7	-53	-60
现金净增加额	112	212	67	145	2

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郭泰，首席机械行业分析师，上海交通大学硕士，证券从业经验5年，2017年12月进入新时代证券研究所。2013-2017年曾先后就职于中信建投证券和国泰君安证券，任机械行业分析师。2014年新财富军工行业第1名团队成员，2015年新财富机械行业第6名，2016年金牛奖装备制造业第3名，2017年新财富机械行业入围。

何宇超，机械行业分析师，北京航空航天大学工学学士，同济大学MBA，5年国产大飞机研制经历，2年机械行业研究经验，曾先后就职于中国商飞、光大证券，2018年1月进入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>