

拓斯达 (300607)

证券研究报告

2019年08月30日

业绩逆势增长，大客户拓展顺利

2019H1 业绩符合预期

公司公布 2019 年中报，实现营业收入 7.26 亿元，YOY38.75%，实现归母净利润 8592.83 万元，YOY11.99%；扣非后净利润为 8446.69 万元，YOY16.68%。

各板块业务稳定增长，突出核心地区布局

2019H1 公司各业务板块发展稳定，工业机器人及自动化应用系统、注塑机配套设备及自动供料系统、智能能源及环境管理系统分别实现营业收入 3.79 亿元、1.25 亿元、2.11 亿元，YOY35.74%/26.36%/60.64%。分区域来看，华东和华南地区营收分别为 2.66 亿元/3.45 亿元，占总营收比分别为 36.60%/47.48%，YOY81.38%/19.34%，合计营收占比超 80%；华中、西南、华北、东北、海外分别实现营收 0.21 亿元/0.15 亿元/0.39 亿元/0.09 亿元/0.29 亿元，YOY-50.40%/-5.35%/+208.45%/+198.00%/+261.30%。目前公司拟公开增发 A 股股票，募资不超 8 亿元用于江苏拓斯达机器人及自动化智能装备项目，华东地区业务有望成为业绩新增长点。

2019H1 公司销售毛利率为 34.02%，同增 1.22pct，毛利率保持高位；销售净利率为 11.77%，同减 2.82pct；期间费用率为 18.83%，同比略增 0.15pct，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 9.17%/8.98%/0.68%，同比 +0.24/-0.75/+0.66pct，环比一季度+2.24/+0.62/-0.33pct。

持续加大研发投入，“拓星辰”系列全新产品推出

公司积极搭建服务于全业务模块的研发中心，持续加大研发投入，2019H1 研发费用为 3231.11 万元，同比增长 15.98%；公司研发聚焦于下游高景气行业，产品和技术取得突破，推出了 HQ 系列直角坐标机器人、拓星辰 I 号、拓星辰 II 号、拓星云 I 号等新产品，目前公司拓星辰 II 号 SCARA 机器人，已经实现小批量供货，进入了 5G 龙头企业的生产线，公司产品竞争力得到进一步夯实。

“大客户”战略快速落地，新客户拓展顺利

在全球经济形式不确定性高，3C、汽车行业需求下滑背景下，公司实施“大客户”战略，集中力量挖掘下游行业自动化应用规模较大的头部客户需求；公司新开拓了食品包装制造行业大客户韶能股份、新能源行业客户 NVT 等，拓展了伯恩光学、立讯精密、比亚迪、欣旺达、富士康的客户需求，公司所服务行业和客户取得突破。此外，公司首次公开发行的募投项目已投入使用，协助公司大客户战略快速落地。

盈利预测与评级：我们预计公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 2.10 亿元，2.75 亿元，3.50 亿元，对应 PE 分别为 24.77X，18.93X，14.86X，维持“买入”评级。

风险提示：大客户拓展不及预期，下游行业需求不及预期，同业竞争加剧

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	764.42	1,198.10	1,677.46	2,241.08	2,891.89
增长率(%)	76.51	56.73	40.01	33.60	29.04
EBITDA(百万元)	178.20	243.15	260.40	348.50	447.92
净利润(百万元)	138.02	171.83	210.01	274.80	349.99
增长率(%)	77.92	24.49	22.22	30.85	27.36
EPS(元/股)	1.05	1.30	1.59	2.08	2.65
市盈率(P/E)	37.68	30.27	24.77	18.93	14.86
市净率(P/B)	6.80	5.71	4.84	4.03	3.33
市销率(P/S)	6.80	4.34	3.10	2.32	1.80
EV/EBITDA	49.15	15.93	19.35	14.55	11.37

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/通用机械
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	39.44 元
目标价格	48 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	131.87
流通 A 股股本(百万股)	57.58
A 股总市值(百万元)	5,200.92
流通 A 股市值(百万元)	2,270.98
每股净资产(元)	7.26
资产负债率(%)	46.37
一年内最高/最低(元)	45.43/27.71

作者

邹润芳	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010004	
zourunfang@tfzq.com	
崔宇	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518060002	
cuiyu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《拓斯达-公司深度研究:聚焦工业生产自动化，打造行业领军服务商》2017-03-18



内容目录

1. 把握行业转型升级契机，打造自动化领域民族领军企业	4
1.1. 专注工业生产自动化整体方案创新，公司竞争力不断提升	4
1.2. 主营业务稳步增长，定制化产品优势明显	4
1.3. 上市助力企业发展，股东结构集中收益显著	6
2. 工业生产自动化前景广阔，下游应用领域广阔	6
2.1. 工业生产自动化市场广阔，定制化引领未来发展新方向	6
2.2. 机器人市场潜力巨大，定制化自动化设备盈利空间广阔	8
2.3. 行业下游应用广泛，预期业绩稳定增长	10
3. 公司注重研发投入，竞争优势突出	11
3.1. 公司构建完备研发体系，掌握核心技术成果	11
3.2. “大客户”战略拓展顺利，深挖客户需求推动业绩逆势增长	12
4. 盈利与预测估值	13

图表目录

图 1：公司主要产品示例——机械手及配套方案	4
图 2：公司主要产品示例——多关节机器人应用方案	4
图 3：公司主要产品示例——注塑机辅助设备	4
图 4：公司主要产品示例——注塑自动化供料及水电气系统	4
图 5：2014-2019H1 拓斯达营业收入及同比增长	5
图 6：2014-2019H1 拓斯达净利润及同比增长	5
图 7：公司主营业务收入构成（单位：%）	5
图 8：2012-2019H1 拓斯达销售净利率及销售毛利率	5
图 9：2012-2019H1 拓斯达三费情况（%）	5
图 10：公司股权结构	6
图 11：工业自动化行业市场规模(亿元)	7
图 12：2017 年全球各地区工业机器人使用密度（台/每万人）	8
图 13：我国工业机器人市场内外资企业占比（%）	8
图 14：全球工业机器人销量及增长情况	9
图 15：我国工业机器人销量及增长情况	9
图 16：工业机器人产业链及系统集成商定位	9
图 17：公司所处行业产业链	10
图 18：公司产品下游分布变化情况	10
图 19：2009-2015 年塑料制品产量情况	11
图 20：研发投入情况（单位：百万元）	11
图 21：拓新辰 I 号、拓新辰 II 号机器人	12
图 22：公司历年前五大客户销售占比（%）	12

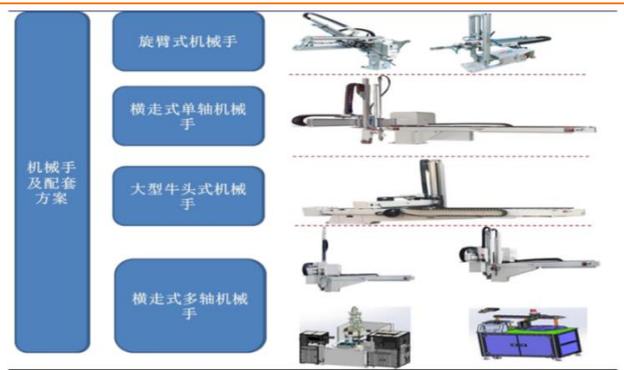
表 1：2013-2018 年工业自动化行业主要法律法规及产业政策.....	7
表 2：工业机器人核心技术储备.....	11
表 3：首次募投项目情况.....	13
表 4：公司分业务收入及毛利率测算.....	13
表 5：公司未来三年盈利预测.....	14
表 6：可比公司估值情况.....	14

1. 把握行业转型升级契机，打造自动化领域民族领军企业

1.1. 专注工业生产自动化整体方案创新，公司竞争力不断提升

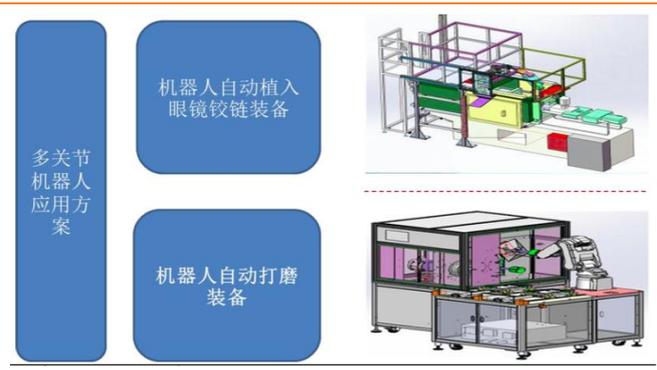
拓斯达成立于 2007 年，是一家专业为下游制造业客户提供工业自动化整体解决方案的高新技术企业，专注于工业机器人的研发、制造、销售，致力于打造系统集成 + 本体制造 + 软件开发+工业互联网四位一体的智能制造综合商。目前，公司产品拥有 170 多项国家专利，主要产品及服务包括工业机器人及自动化应用系统、注塑机配套设备及自动供料系统、智能能及环境关系系统等系列，广泛应用于 3C(计算机、通讯和消费电子)、汽车零部件、新能源等众多领域。经过多年发展，公司在机械手及多关节机器人集成应用、工业自动化方案设计及自动化装备制造等方面已积累了丰富的成功经验。

图 1：公司主要产品示例——机械手及配套方案



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 2：公司主要产品示例——多关节机器人应用方案



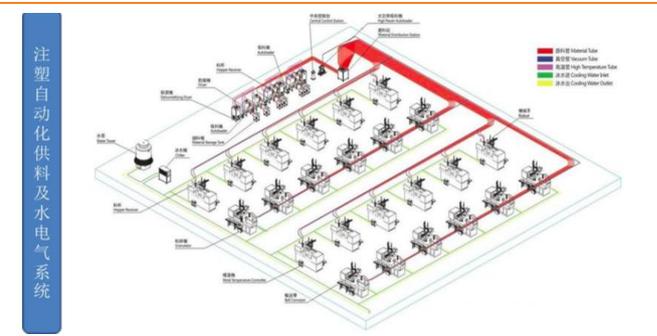
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 3：公司主要产品示例——注塑机辅助设备



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 4：公司主要产品示例——注塑自动化供料及水电气系统



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司抓住国内尤其是沿海地区制造业向“智能制造”转型升级的行业发展契机，专注于工业生产自动化整体解决方案的创新与应用，注重技术研发与创新，不断加强自动化应用技术等方面的投入，为客户提供优质稳定、高性价比的自动化整体解决方案。努力将公司打造成自动化领域内技术领先、营销创新、产品与方案一流，贯通机器人本体制造、控制系统研发、方案集成产业链，具备一定国际竞争力的民族领军企业。公司目前已与立讯精密、伯恩光学、比亚迪、长城汽车等知名企业建立了良好的合作关系。

1.2. 主营业务稳步增长，定制化产品优势明显

公司产品及服务包括工业机器人及自动化应用系统、注塑机配套设备及自动供料系统、智能能源及环境管理系统等三大系列，广泛应用于 3C(计算机、通讯和消费电子)、汽车零部件、新能源等多个领域，旨在提高生产效率、降低生产成本、具有较强的“机器人换人”、“替代人工”属性。公司通过个性化定制满足客户实际生产需求，通过规模化批量生产降低客户采购成本，为客户设计并实现高性价比的自动化整体解决方案。

公司近年来主营业务收入稳步增长,保持较高的盈利能力,显示出良好的成长性。2017年、2018年和2019年1-6月分别同比增长76.51%、56.73%和38.75%。公司产品毛利率维持在较高水平,且公司成本与费用控制水平较好,净利润不断上升,2017年、2018年和2019年1-6月公司净利润分别同比增长77.92%、24.49%和11.99%。

图 5: 2014-2019H1 拓斯达营业收入及同比增长



资料来源: wind, 天风证券研究所

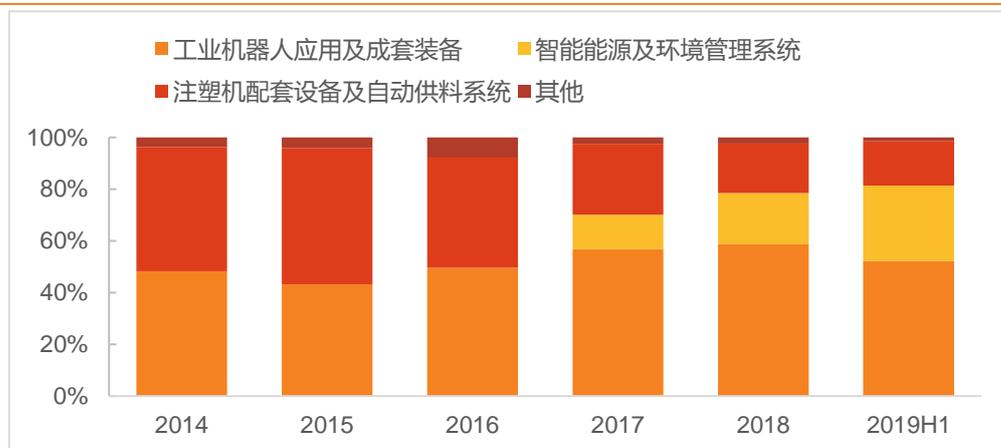
图 6: 2014-2019H1 拓斯达净利润及同比增长



资料来源: wind, 天风证券研究所

公司各类产品的销售额近几年总体呈现上升趋势,机器人相关业务收入占比提升。2018年公司工业机器人及自动化应用系统业务营收为7.05亿元,占总营收比为58.88%,YOY62.06%;注塑机配套设备及自动送料系统业务营收为2.29亿元,占总营收比为19.13%,YOY9.44%;智能能源及环境管理系统营收为2.36亿元,占总营收比为19.66%,YOY134.13%。

图 7: 公司主营业务收入构成 (单位: %)

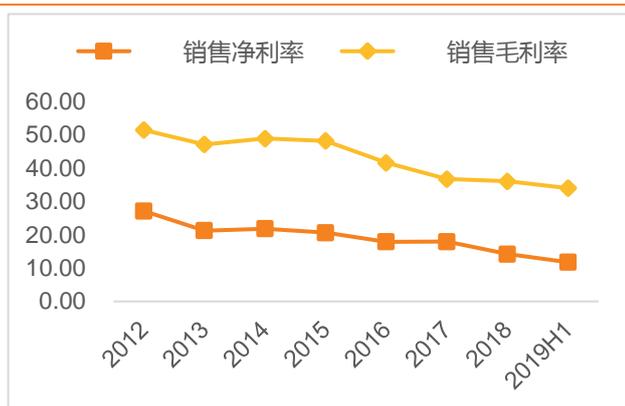


资料来源: wind, 天风证券研究所

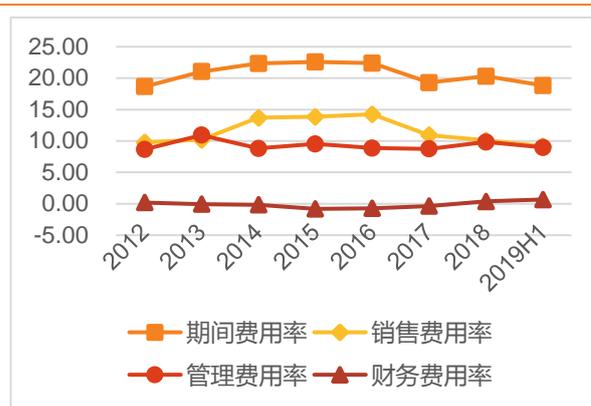
近年来,受宏观经济增速下滑和行业竞争加剧等因素影响,公司毛利率小幅下降,费用管控良好。公司2017年、2018年、2019H1的综合毛利率分别为36.78%、36.11%、34.02%。2018年公司期间费用率为20.3%,同比+1.01pct,其中管理费率、销售费率、财务费率分别为9.83%/10.09%/0.38%,同比+1.1pct/-0.83pct/+0.74pct。

图 8: 2012-2019H1 拓斯达销售净利率及销售毛利率

图 9: 2012-2019H1 拓斯达三费情况 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所



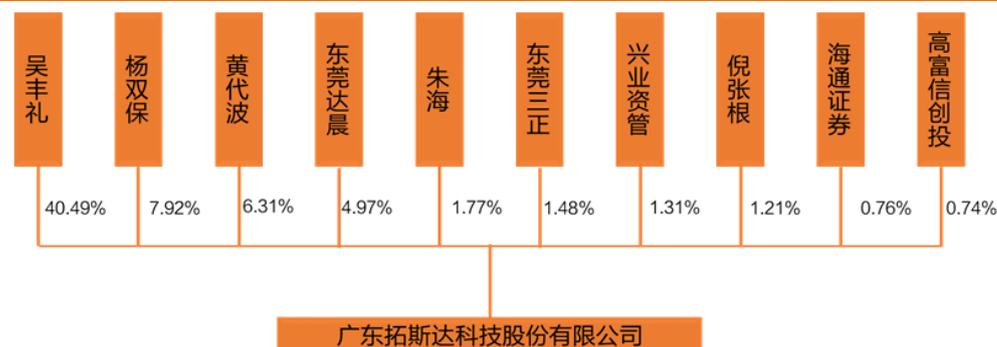
资料来源: wind, 天风证券研究所

1.3. 上市助力企业发展， 股东结构集中收益显著

公司于 2014 年 12 月在新三板挂牌，2015 年 7 月 2 日拓斯达宣布 IPO 申请获证监会受理，暂停转让，2016 年 12 月获准通过 IPO 申请。通过创业板平台上市，受益于估值差，企业可以得到更大发展的空间，同时使得股东获得显著收益。

同时，拓斯达股权结构集中，有利于公司未来的发展。公司控股股东及实际控制人为吴丰礼先生，持有公司 5339.58 万股股份，持股比例为 40.49%，前十大股东持股占比达 66.96%，股权结构集中。

图 10: 公司股权结构



资料来源: wind, 天风证券研究所

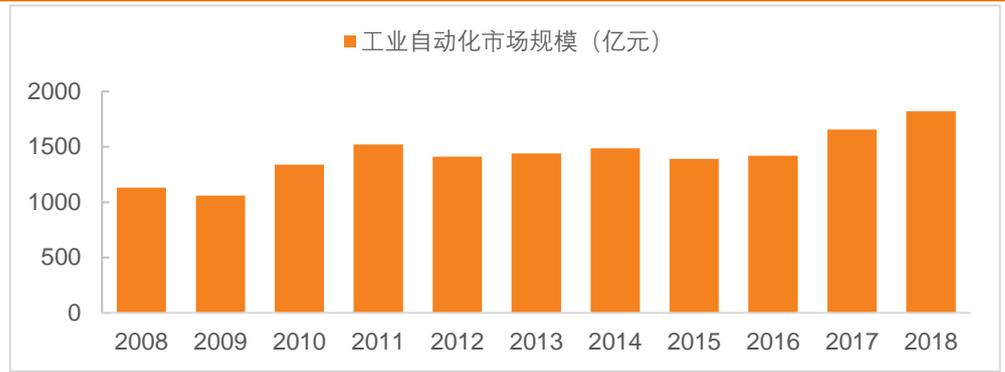
2. 工业自动化前景广阔， 下游应用领域广阔

2.1. 工业自动化市场广阔， 定制化引领未来发展新方向

工业自动化是机器设备或生产过程在不需人工直接干预的情况下，按预期的目标实现测量、操纵等信息处理和过程控制的统称。在我国人口红利逐步消失的背景下，供给侧结构性改革成为今后政策意图的重要着力点，我国制造业企业逐步将人机互动、智能机器人等先进技术应用于整个工业生产过程，在自动控制系统的组织下，实现生产的自动化，提高工业企业全要素生产率。

我国的工业自动化控制设备市场在全球中占有较大的份额，传统工业技术改造、工厂自动化、企业信息化需要大量的工业自动化系统，市场前景广阔。工业控制自动化技术正在向智能化、网络化和集成化方向发展。根据工控网数据显示，2018 年中国的自动化及工业控制市场规模为 1820 亿元。

图 11: 工业自动化行业市场规模(亿元)



资料来源: 中国工控网, 天风证券研究所

目前, 由于进入本行业较晚且缺乏核心技术积累, 我国工业自动化行业发展较为缓慢, 目前高端产品主要从国外进口, 西门子、库卡、ABB、安川、发那科等国际厂商的产品占据了国内市场大部分份额。大部分国内自动化系统集成企业并不掌握自动化控制系统的核心技术, 较难针对客户实际需求对控制系统进行有效的二次开发, 进而给客户提供满足其要求的自动化成套设备及整体解决方案也面临各种障碍, 这种供需间的矛盾是目前工业自动化行业亟需解决的问题之一。未来, 随着越来越多的制造业企业纷纷步入自动化的行列, 掌握自动化设备控制系统并针对下游制造业企业需求对控制系统进行二次开发应用, 为下游企业提供满足其要求的定制化自动化成套设备及整体解决方案的企业将获得更多的发展空间。

为了推动我国工业自动化行业的快速发展, 促进工业结构整体优化升级, 我国政府出台了一系列政策和措施支持产业发展。

表 1: 2013-2018 年工业自动化行业主要法律法规及产业政策

时间	颁布机构	法律法规	法律法规
2013 年	发改委	《产业结构调整指导目录(2013 年修正本)》	将“三轴以上联动的高速、精密数控机床及配套数控系统、伺服电机及驱动装置、功能部件”列为鼓励类项目。
2013 年	工信部	《关于推进工业机器人产业发展的指导意见》	明确提出了我国工业机器人产业发展的目标、方向与方式。提出到 2020 年, 形成较为完善的工业机器人产业体系, 培育 3-5 家具有国际竞争力的龙头企业和 8-10 个配套产业集群; 工业机器人行业和企业的技术创新能力和国际竞争能力明显增强, 高端产品市场占有率提高到 45% 以上, 机器人密度(每万名员工使用机器人台数)达到 100 以上, 基本满足国防建设、国民经济和社会发展需要。
2015 年	工信部	《2015 年原材料工业转型发展工作要点》	在机器人产业面, 扩大关键岗位机器人应用。在危害健康和危险作业环境、重复繁重劳动、智能采样分析等岗位推广一批专业机器人。
2015 年	国务院	《中国制造 2025》	加快推动新一代信息技术与制造技术融合发展, 把智能制造作为两化深度融合的主攻方向; 着力发展智能装备和智能产品, 推进生产过程智能化, 培育新型生产方式, 全面提升企业研发、生产、管理和服务的智能化水平。围绕汽车、机械、电子、危险品制造、国防军工、化工、轻工等工业机器人、特种机器人, 以及医疗健康、家庭服务、教育娱乐等服务机器人应用需求, 积极研发新产品, 促进机器人标准化、模块化发展, 扩大市场应用。
2016 年	工信部、发改委、财政部	《机器人产业发展规划(2016-2020 年)》	自主品牌工业机器人年产量达到 10 万台, 六轴及以上工业机器人年产量达到 5 万台以上。
2016 年	工信	《智能制造发展规划	2025 年前, 推进智能制造发展实施“两步走”战略: 第一步, 到 2020 年,

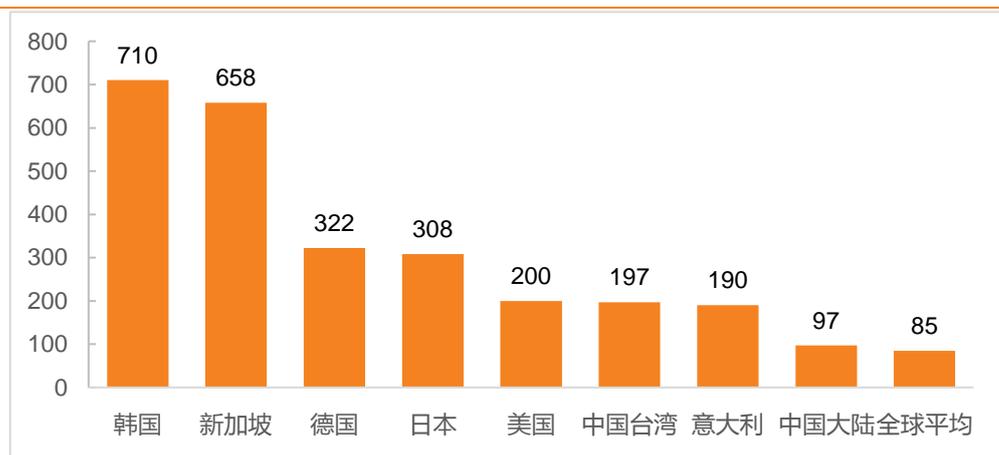
部、财 政部	(2016-2020年))	智能制造发展基础和支撑能力明显增强,传统制造业重点领域基本实现数字化制造,有条件、有基础的重点产业智能转型取得明显进展;第二步,到2025年,智能制造支撑体系基本建立,重点产业初步实现智能转型。
2018年	工信部 《工业互联网发展行动计划(2018-2020年)》 和《工业互联网专项工作组2018年工作计划》	到2020年底,初步建成工业互联网基础设施和产业体系。

资料来源:工信部、财政部、发改委官网,天风证券研究所

2.2. 机器人市场潜力巨大, 定制化自动化设备盈利空间广阔

伴随着人口红利的消失,我国的体力劳动者适龄人口数量呈现持续减少的趋势,而制造业平均工资的持续快速增长和自动化设备的价格逐年下降的分化使得机器人替代低端劳动力逐渐成为行业趋势。而目前我国制造业自动化程度尚处于较低水平,距制造业发达国家尚有较大的差距,2017年我国每万名产业工人所拥有的工业机器人数量为97台,略高于85台的全球平均水平,但远低于韩国的710台、新加坡的658台、德国的322台、日本的308台、美国的200台,我国工业机器人的低使用密度叠加高人力成本、劳动力结构性短缺将使中国机器人市场成长空间广阔。

图 12: 2017 年全球各地区工业机器人使用密度 (台/每万人)



资料来源:国际机器人联合会,天风证券研究所

与国外主要机器人大国相比,中国工业机器人起步较晚,2012年之前,国内工业机器人市场几乎由外资企业所占据,随着近几年工业机器人替代人工的经济效应拐点已经出现,工业机器人市场需求越来越大,国内部分具备一定研发实力及生产规模的工业机器人企业抓住这一市场机遇,通过技术水平的进步、市场开拓能力的增强,实现了较快发展,市场占有率亦得到了快速提升,目前内资企业的工业机器人市场占有率达35.80%,外资企业中发那科、库卡、ABB、安川占据主要的市场份额。

图 13: 我国工业机器人市场内外资企业占比 (%)



资料来源：速途研究院，天风证券研究所

全球工业机器人销量从 2008 年的 11.30 万台增长至 2018 年的 38.40 万台，年复增长率达 13.01%。我国工业机器人市场需求从 2010 年开始激增，至 2018 年销量已达到 15.64 万台，超过全球市场机器人销量的三分之一。虽然 2018 年受全球宏观市场影响，汽车、3C 等行业下游需求受限，工业机器人产销量增速放缓，但长期来看，在我国产业政策支持及产业升级需求旺盛的大背景下，工业机器人的销量将继续保持较高幅度的增长，同时带动相关机器人系统集成及其他配套自动化装备领域的快速发展。根据 IFR（国际机器人联合会）的预测数据显示，从 2019 年到 2021 年，中国工业机器人销量的年均复合增长率预计达到 16.21%，到 2021 年将达到 29 万台/年。

图 14：全球工业机器人销量及增长情况



资料来源：wind，天风证券研究所

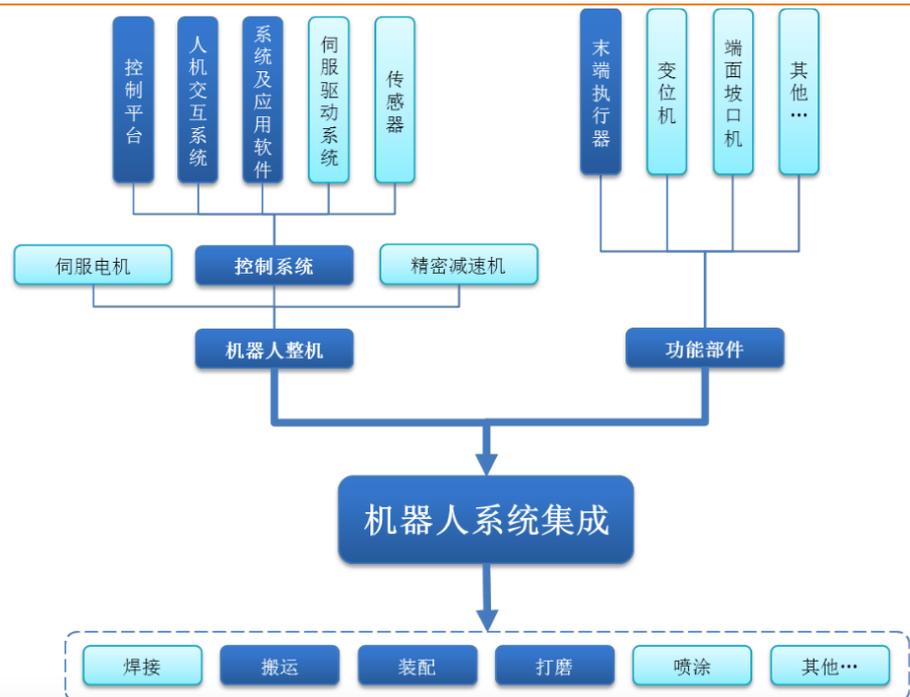
图 15：我国工业机器人销量及增长情况



资料来源：wind，天风证券研究所

由于自动化设备涉及诸多的下游行业，各下游制造业的实际情况千差万别，对自动化设备的实际需求也各不相同，甚至同一行业客户因各自工艺的不同导致其对自动化设备的要求也有很大差异，因此，同样的标准化设备无法有效满足不同企业的实际需求，系统集成商必须根据企业的实际情况经过定制化改造才能满足企业柔性生产的需求。

图 16：工业机器人产业链及系统集成商定位

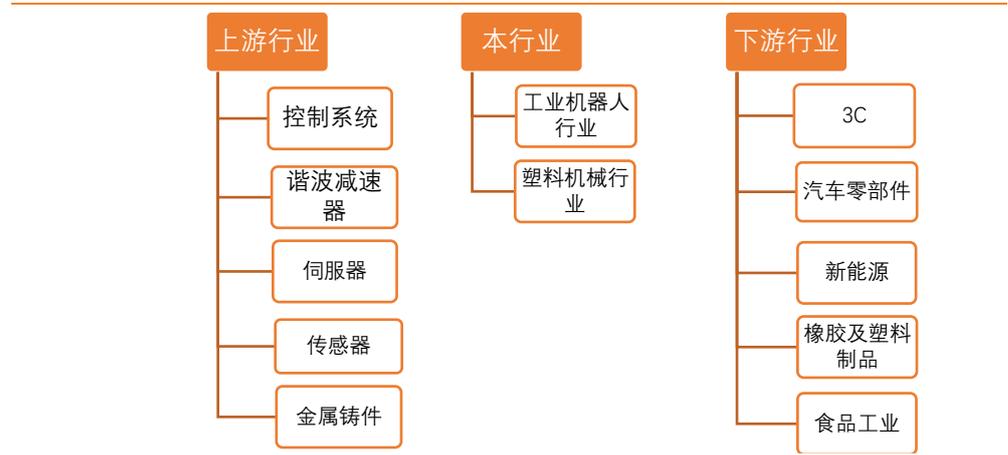


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.3. 行业下游应用广泛，预期业绩稳定增长

公司所处行业的上游行业主要为零部件供应商，包括控制系统、伺服器、谐波减速器、驱动器、传感器、金属铸件以及其他非核心部件制造企业等；下游应用领域几乎囊括所有涉及人工作业的制造业行业，如汽车、电子电气、铸造、橡胶及塑料制品、食品工业等。行业内的系统集成商会根据下游客户的需求进行自动化方案设计及相关装备采购，对相关系统进优化集成后，最终为客户提供一整套可满足其实际生产需求的自动化整体解决方案。

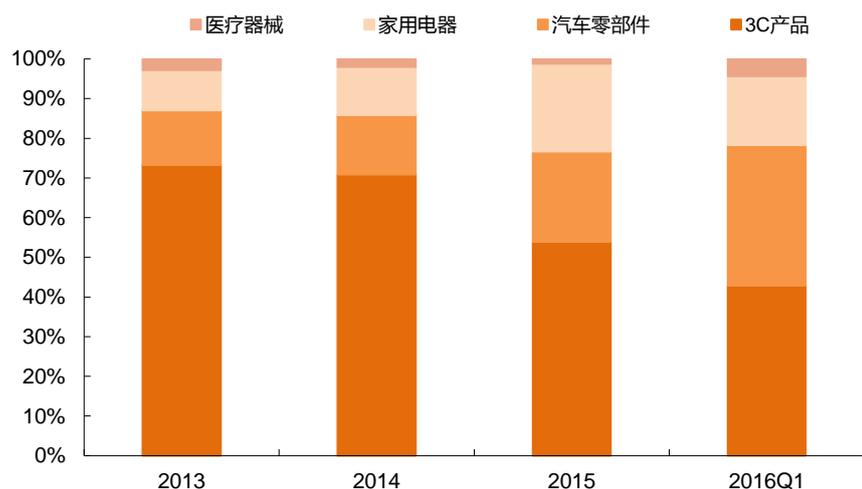
图 17：公司所处行业产业链



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

下游行业涵盖了几乎所有涉及到人工作业的工业制造业行业。当前及未来数年内，预计我国仍是全球的制造中心，工业制造业发展情况良好，这种格局决定了工业制造业企业对本行业设备采购的稳定需求，为本行业的发展提供了良好的市场基础。目前行业下游应用领域广泛，需求稳定。

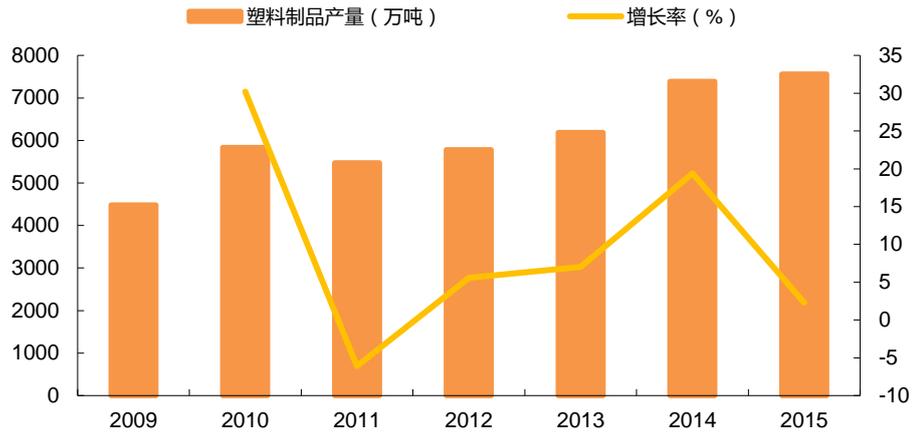
图 18：公司产品下游分布变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

随着石油化工的发展,高分子材料性能、功效的不断开发与突破,以及高分子材料与其他材料复合化的不断创新,塑料制品的应用领域越来越广泛,塑料机械工业也逐步成为了一个独立的工业部门。目前塑料机械已经成为航空航天、国防、石化、海洋、电子、建筑材料、汽车及交通等国民经济各领域的重要技术装备,并且是新能源、新材料、节能环保等高端制造产业的配套专用设备。

图 19：2009-2015 年塑料制品产量情况



资料来源：wind，天风证券研究所

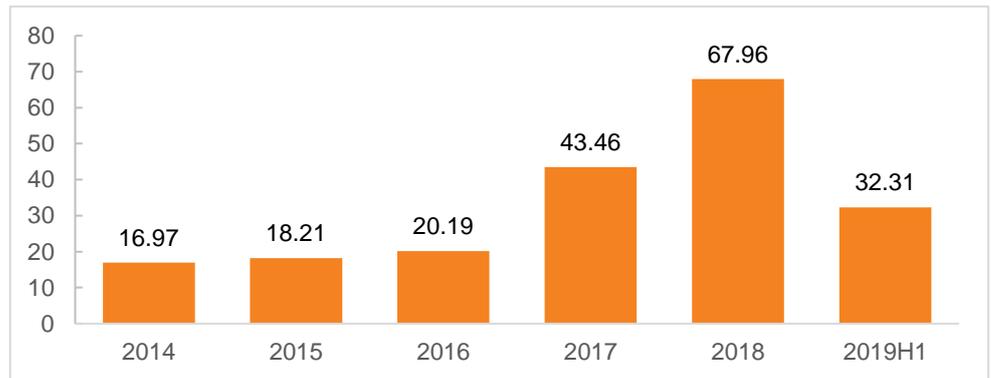
3. 公司注重研发投入，竞争优势突出

3.1. 公司构建完备研发体系，掌握核心技术成果

公司自设立以来始终视研发为公司的生命线，日益构建了完备的研发体系，形成了良好的研发机制。公司专注于工业生产自动化整体解决方案的创新与应用，在发展过程中坚持技术研发和创新，不断加强对工业机器人与自动化应用技术的研发投入。

目前，公司拥有技术研发人员 591 名，技术人员大多具有多年相关行业从业经历，具备丰富的产品设计及研发经验。近年来，公司始终保持在研发方面的高投入，2016 年、2017 年、2018 年及 2019 年 1-6 月分别为 2019.08 万元、4345.90 万元、6795.81 万元和 3231.11 万元，研发投入金额逐年增长。

图 20：研发投入情况（单位：百万元）



资料来源：招股说明书，公司年报，天风证券研究所

经过多年努力，公司自主研发并掌握了工业机器人核心控制技术、伺服驱动及视觉算法，使得公司有能力对工业机器人进行个性化定制，针对不同行业的不同加工工艺和使用环境，设计并实现工业机器人的差异化控制功能，满足对视觉要求高的工艺需求。

表 2：工业机器人核心技术储备

核心技术	技术内容
控制技术	运动规划、直线圆弧插补算法、PID 控制算法、电机控制技术、驱动器控制技术、分布式 IO 控制技术、远程通信技术、传感器技术、机器人动力学
伺服系统	与武汉久同合作开发伺服软化、振动抑制、DC 同步、自适应等算法

机器视觉 图像获取、图像显示或输出、图像分析，通过相机将被检测物体真实的物理信息转换成模拟电压信号经过 A/D 转换器转换成数字信号，再经过图像采集卡传输给图像处理软件，根据像像素、特征等信息实现图像识别

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

截至 2019 年 6 月 30 日，公司拥有已获得授权专利 174 项，其中发明专利 13 项，另有处于实审阶段的发明专利 25 项；各类软件著作权 37 项。同时，2019 年公司进一步加强了专利和软件著作的申请力度，累计申请各类知识产权达 113 项。

公司深耕行业多年，针对下游景气领域，不断研发出新产品，提高产品的竞争力。2019 年 7 月，公司发布了拓星辰 I、II 号两款 SCARA 机器人、HQ 系列直角坐标机器人、拓星云 I 号等新产品。拓星辰 I 号是一款四轴 SCARA 机器人，它的标准循环周期是 0.38 秒，最高运动速度 9160mm/s，重复定位精度 ±0.01mm，它实现了驱控一体，使得控制箱体积减少了 20%，产品性能已达到国际水平，具有速度快、精度高、体积小等优点。拓星辰 II 号 SCARA 机器人，是为华为 5G 产线线性模组设备改造，负载达 30KG。

图 21：拓星辰 I 号、拓星辰 II 号机器人



资料来源：公司公告，天风证券研究所

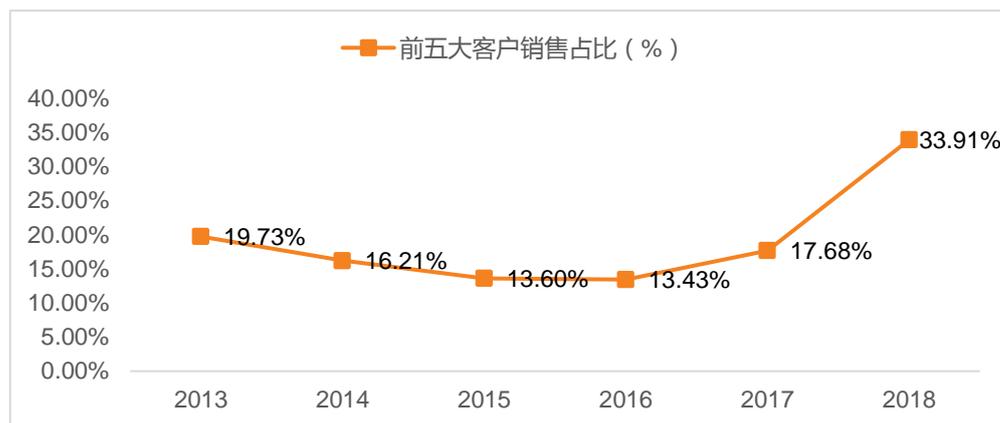
3.2. “大客户”战略拓展顺利，深挖客户需求推动业绩逆势增长

当前我国正致力于推进供给侧结构性改革，制造业正在由劳动密集型、粗放型向技术密集型、集约型转变，劳动力成本上升和“用工荒”成为很多工厂不得不去面对的难题，在此背景下，下游制造业企业对实现生产过程自动化的意愿日趋强烈。而实现生产自动化仅简单购买标准化设备是远远不够的，中间还需要自动化装备提供商对生产企业的生产工艺、产品特性有相当深刻的理解，同时具备丰富的自动化应用实践经验，在此基础上才能设计出最符合客户自身特点的个性化整体解决方案，并通过设备集成及应用最终实现客户的实际生产需求。

自动化应用成功与否取决于对行业的深层次理解，公司在多年市场竞争中，已拥有良好的市场口碑，能够很好地整合技术应用、生产工艺、产品特性、行业经验、企业形象等各种元素，并已经在注塑、3C 产品(计算机、通讯和消费电子产品)、汽车零部件、家用电器、医疗器械等大行业积累了非常丰富的行业应用成功经验。此外，公司在项目实施团队建设中坚持以行业为导向，项目团队深入了解细分行业客户的业务特性，可以很好地把握和挖掘客户的深层次需求，便于成功案例的高效复制和广泛推广。

由于汽车、3C 等行业需求下滑，下游中小企业面临更大的经营风险。公司把握市场环境及时调整销售策略，集中力量深挖下游行业自动化应用规模较大的头部客户的需求，针对大客户提供全方位智能制造综合解决方案。一方面，在行业低谷期头部效应突出，大客户对上游机器人的需求更大，另一方面，以大客户为主要合作对象虽然造成公司业绩波动，但能够降低公司的营收风险。截至 2019H1，公司有效拓展了伯恩光学、立讯精密、比亚迪、欣旺达等客户需求，由注塑相关业务的合作延伸至工业机器人和自动化类业务，也拓展了新行业和新客户。目前，公司拥有庞大的潜在客户和稳定的客户群，掌握了海量客户数据，累计服务的客户超过 6000 家，收入来源稳定，市场前景可期。

图 22：公司历年前五大客户销售占比 (%)



资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司 17 年上市承诺募投资项目已于 2019 年上半年建设完成。公司严格把控采购环节，有效控制采购成本，合理降低项目实施费用，实际投入占比为 90.45%。随着募投资项目产能释放，结合公司大客户战略，公司的业绩规模有望进一步扩大，未来公司将保持持续增长。

表 3：首次募投资项目情况

项目名称	承诺投资额	累计投资额	投入占比
工业机器人及智能装备生产基地建设项目	2.19 亿元	1.96 亿元	89.47%
工业机器人及自动化应用技术研发中心建设项目	5143 万元	5127 万元	99.58%
营销与服务网络建设项目	3024 万元	2475 万元	81.84%
合计	3.01 亿元	2.72 亿元	90.45%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利与预测估值

综合考虑公司产能释放、大客户开拓和工业自动化政策支持，我们预计 2019-2021 年公司工业机器人应用及成套装备业务收入同比增速分别为 48%、36%和 32%，智能能源及环境管理系统业务同比增速分别为 54%、32% 和 28%，注塑机配套设备及自动化供料系统业务收入同比增速分别为 8%、25%和 22%，预计公司 2019-2021 年综合毛利率分别为 35.56%、35.38%和 34.92%。根据测算结果，预计 2019-2021 年拓斯达营业收入分别为 16.78 亿、22.41 亿和 28.92 亿，同比增速分别为 40%、34%和 29%，归母净利润分别为 2.10 亿、2.75 亿和 3.50 亿，同比增速分别为 22.22%、30.85%和 27.36%，EPS 分别为 1.59 元、2.08 元和 2.65 元，对应 2019 年 PE 为 25 倍。

表 4：公司分业务收入及毛利率测算

单位：亿元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入						
产品	4.33	7.64	11.98	16.78	22.41	28.92
工业机器人应用及成套装备	2.15	4.35	7.05	10.43	14.19	18.73
智能能源及环境管理系统		1.01	2.36	3.63	4.80	6.14
注塑机配套设备及自动供料系统	1.85	2.09	2.29	2.47	3.09	3.77
其他主营业务	0.19	0.28	0.11	0.24	0.33	0.28
收入增速						
产品	43.30%	76.51%	56.73%	40.01%	33.60%	29.04%
工业机器人应用及成套装备	64.49%	84.73%	62.06%	48%	36%	32%
智能能源及环境管理系统		225.58%	134.13%	54%	32%	28%

注塑机配套设备及自动供料系统	36.15%	9.44%	26.36%	8%	25%	22%
其他主营业务	-43.22%	46.22%	-20.90%	116.73%	38.78%	-16.41%
毛利率						
产品	41.66%	36.78%	36.11%	35.56%	35.38%	34.92%
工业机器人应用及成套装备	43.81%	39.24%	40.42%	40%	40%	40%
智能能源及环境管理系统		21.20%	15.60%	16%	16.5%	17%
注塑机配套设备及自动供料系统	46.48%	45.34%	41.52%	31%	32%	33%
其他主营业务	1.46%		55.95%	50%	50%	50%

资料来源: wind, 天风证券研究所

表 5: 公司未来三年盈利预测

项目名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	764.42	1,198.10	1,677.46	2,241.08	2,891.89
增长率(%)	76.51%	56.73%	40.01%	33.60%	29.04%
EBITDA(百万元)	178.20	243.15	260.40	348.50	447.92
净利润(百万元)	138.02	171.83	210.01	274.80	349.99
增长率(%)	77.92%	24.49%	22.22%	30.85%	27.36%
EPS(元/股)	1.05	1.30	1.59	2.08	2.65

资料来源: wind, 天风证券研究所

考虑到拓斯达主营业务伟面向工业自动化领域、为制造业企业提供自动化装备, 选取机器人、克来机电作为公司可比公司:

机器人: 主要产品为工业机器人、物流与仓储自动化成套装备、自动化装配与检测生产线及系统集成、交通自动化系统;

克来机电: 主要产品为柔性自动化装备及工业机器人系统、零部件及维修费、工业机器人系统应用;

可比公司 2019 年估值中枢为 42 倍, 考虑到拓斯达未来三年业绩复合增速低于可比公司, 我们认为拓斯达合理估值为 30 倍左右, 对应目标价 48 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 6: 可比公司估值情况

股票代码	股票简称	2019/8/29				归母净利润(亿元)			PE		
		市值(亿元)	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E			
(300024.SZ)	机器人	229	5.18	6.27	7.19	44.30	36.58	31.90			
(603960.SH)	克来机电	47.6	1.19	1.82	2.50	39.81	26.03	19.06			
	平均值					42.06	31.31	25.48			
300607.SZ	拓斯达	52.0	2.10	2.75	3.50	24.77	18.93	14.86			

资料来源: wind, 天风证券研究所。注: 机器人 2019-2021 年归母净利润为 wind 一致预期, 克来机电、拓斯达 2019-2021 年归母净利润为研究员预期

风险提示: 大客户拓展不及预期, 下游行业需求不及预期, 同业竞争加剧。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	103.35	420.54	588.79	786.62	1,012.16
应收票据及应收账款	294.23	499.10	583.79	763.60	923.34
预付账款	42.66	41.30	87.69	78.45	141.65
存货	247.24	288.69	377.90	507.10	666.04
其他	225.91	23.09	29.14	45.89	76.74
流动资产合计	913.39	1,272.73	1,667.31	2,181.66	2,819.92
长期股权投资	38.99	16.88	16.88	16.88	16.88
固定资产	136.52	223.47	248.88	311.20	358.26
在建工程	36.35	0.00	18.00	28.80	5.28
无形资产	25.88	63.81	63.11	63.63	64.76
其他	13.52	131.10	140.72	137.20	123.13
非流动资产合计	251.27	435.27	487.60	557.71	568.32
资产总计	1,164.66	1,708.00	2,154.90	2,739.37	3,388.24
短期借款	15.71	164.58	305.41	502.95	712.62
应付票据及应付账款	176.31	239.29	299.39	328.16	393.29
其他	158.55	253.54	315.97	420.34	499.16
流动负债合计	350.57	657.41	920.78	1,251.45	1,605.07
长期借款	37.60	124.28	143.41	173.85	199.89
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	9.17	13.61	16.00	26.00	26.00
非流动负债合计	46.77	137.89	159.41	199.85	225.89
负债合计	397.34	795.30	1,080.19	1,451.30	1,830.96
少数股东权益	2.29	1.68	0.14	(2.26)	(4.83)
股本	130.44	130.44	131.87	131.87	131.87
资本公积	369.52	369.72	369.72	369.72	369.72
留存收益	634.59	780.53	942.70	1,158.46	1,430.24
其他	(369.52)	(369.68)	(369.72)	(369.72)	(369.72)
股东权益合计	767.32	912.70	1,074.71	1,288.07	1,557.28
负债和股东权益总	1,164.66	1,708.00	2,154.90	2,739.37	3,388.24

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	137.37	170.43	210.01	274.80	349.99
折旧摊销	5.03	15.18	13.49	18.86	23.53
财务费用	1.61	6.51	12.54	17.67	28.44
投资损失	(6.18)	(1.44)	(4.00)	(2.00)	(2.00)
营运资金变动	(316.13)	156.95	(105.72)	(170.77)	(255.87)
其它	185.57	(232.41)	(1.54)	(2.40)	(2.57)
经营活动现金流	7.28	115.21	124.78	136.16	141.52
资本支出	137.80	189.52	53.81	82.50	48.20
长期投资	38.99	(22.10)	0.00	0.00	0.00
其他	(453.99)	(178.67)	(106.01)	(173.00)	(94.40)
投资活动现金流	(277.20)	(11.25)	(52.20)	(90.50)	(46.20)
债权融资	54.87	298.30	452.95	681.84	918.71
股权融资	307.39	(4.32)	(11.15)	(17.67)	(28.44)
其他	(54.26)	(146.66)	(346.14)	(512.00)	(760.05)
筹资活动现金流	308.00	147.32	95.66	152.17	130.23
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	38.08	251.28	168.24	197.83	225.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	764.42	1,198.10	1,677.46	2,241.08	2,891.89
营业成本	483.23	765.45	1,080.95	1,448.19	1,882.04
营业税金及附加	3.69	10.52	13.76	17.70	23.42
营业费用	83.49	120.84	167.75	221.19	278.78
管理费用	19.50	58.14	79.85	105.33	134.18
研发费用	10.70	59.64	76.66	103.99	134.47
财务费用	(2.75)	4.57	12.54	17.67	28.44
资产减值损失	7.10	14.77	15.59	17.04	16.60
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.18	1.44	4.00	2.00	2.00
其他	(2.68)	(33.95)	(8.00)	(4.00)	(4.00)
营业利润	155.95	196.67	234.37	311.97	395.95
营业外收入	2.08	1.51	7.13	3.57	4.07
营业外支出	0.43	0.96	0.49	0.63	0.69
利润总额	157.61	197.22	241.00	314.91	399.33
所得税	20.24	26.80	32.54	42.51	51.91
净利润	137.37	170.43	208.47	272.40	347.42
少数股东损益	(0.65)	(1.40)	(1.54)	(2.40)	(2.57)
归属于母公司净利润	138.02	171.83	210.01	274.80	349.99
每股收益(元)	1.05	1.30	1.59	2.08	2.65

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	76.51%	56.73%	40.01%	33.60%	29.04%
营业利润	115.60%	26.11%	19.16%	33.11%	26.92%
归属于母公司净利润	77.92%	24.49%	22.22%	30.85%	27.36%
获利能力					
毛利率	36.78%	36.11%	35.56%	35.38%	34.92%
净利率	18.06%	14.34%	12.52%	12.26%	12.10%
ROE	18.04%	18.86%	19.54%	21.30%	22.40%
ROIC	55.47%	24.66%	27.61%	31.25%	31.82%
偿债能力					
资产负债率	34.12%	46.56%	50.13%	52.98%	54.04%
净负债率	-6.32%	-13.39%	-12.64%	-8.13%	-6.00%
流动比率	2.61	1.94	1.81	1.74	1.76
速动比率	1.90	1.50	1.40	1.34	1.34
营运能力					
应收账款周转率	3.29	3.02	3.10	3.33	3.43
存货周转率	4.07	4.47	5.03	5.06	4.93
总资产周转率	0.88	0.83	0.87	0.92	0.94
每股指标(元)					
每股收益	1.05	1.30	1.59	2.08	2.65
每股经营现金流	0.06	0.87	0.95	1.03	1.07
每股净资产	5.80	6.91	8.15	9.78	11.85
估值比率					
市盈率	37.68	30.27	24.77	18.93	14.86
市净率	6.80	5.71	4.84	4.03	3.33
EV/EBITDA	49.15	15.93	19.35	14.55	11.37
EV/EBIT	50.45	16.86	20.41	15.38	12.00

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com