埃斯顿（002747）

工业机器人市场迎复苏，产业协同助力公司成长加速

增持（维持）

事件 1: 7 月 24 日，公司公布非公开发行股票预案，引入制造业转型基金、通用技术集团、小米为战略投资者，募集资金预计不超过 10 亿元。
事件 2: 公司于 7 月 26 日发布公告称，近日与弘亚数控次签署战略合作协议，确立战略合作伙伴关系。

投资要点

■ **引入战略投资者，产业协同助力公司发展**

此次发行对象为中国通用技术、国家制造业转型升级基金和湖北小米长江产业基金，分别认购 4 亿元、4 亿元、2 亿元。募资总额不超过 10 亿元，其中 3.9 亿元投入焊接、服务机器人及工作站研制项目，1 亿元投入医疗机器人研制项目，1.5 亿元投入软件及平台研制，3.6 亿元用于补充流动资金。中国通用在先进制造、医疗健康及工程承包等下游领域具有深厚积累，小米系 3C 产品龙头，而 3C 是埃斯顿机器人业务的重要下游客户，未来有望在产品、研发等方面与埃斯顿形成战略协同。此外公司进一步推进医疗机器人布局，有望在此长尾赛道提前卡位，实现弯道超车。

■ **与弘亚数控战略协作，深化木工行业细分领域业务优势**

26 日埃斯顿与弘亚数控签订战略合作协议，弘亚数控承诺同等条件下优先使用埃斯顿产品，截止到 2023 年 12 月 31 日止，累计使用埃斯顿交流伺服不少于 5 万根轴，使用焊接机器人及其他机器人不少于 100 台。弘亚数控系家具机械行业龙头，主要提供数控板式家具设备及整套产线解决方案，此次合作证明了定制家具机械行业对埃斯顿产品的认可。此外公司可与弘亚数控共同开发应用于木工行业的机器人及数控产品，埃斯顿木工领域业务有望加速扩张。

■ **两项核心业务稳步推进，工业机器人市场复苏趋势明显**

公司两大核心业务明确：**1）核心零部件及运动控制系统：**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：**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。

国内工业机器人产量在经历几年高速增长后，自 2017 年末开始持续下滑，2018 年 9 月至 2019 年 6 月间持续负增长。但 2019 年 10 月至今，月均增速达 15%，行业回暖趋势明显。年初以来日本工业机器人订单增速也持续为正，印证了工业机器人行业需求复苏的趋势。

■ **整合全球优质资源，保持高研发投入不动摇**

行业景气度波动不影响公司外延脚步，收购标的涉及海内外。公司先后收购英国 TRIO、德国 Cloos，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。2019 年公司全资收购德国焊接机器人巨头 Cloos，进一步完善了埃斯顿的全产业链布局，同时建立全球市场的 Cloos 焊机业务和焊接机器人单元业务模块，形成新的业务增长点。

■ **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年净利润分别为 0.7/0.8/1.1 亿，对应 PE 分别为 190/160/123 倍，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。

2020 年 07 月 27 日

证券分析师　陈显帆
执业证号：S0600515090001
chenxf@dwzq.com.cn
证券分析师　周尔双
执业证号：S0600515110002
13915521100
zhouersh@dwzq.com.cn
研究助理　朱贝贝
zhubb@dwzq.com.cn

股价走势

市场数据

收盘价(元)	16.20
一年最低/最高价	8.11/18.18
市净率(倍)	8.37
流通 A 股市值(百万元)	11837.38

基础数据

每股净资产(元)	1.94
资产负债率(%)	56.14
总股本(百万股)	840.39
流通 A 股(百万股)	730.70

相关研究

1、《埃斯顿（002747）：H1 业绩基本符合预期，收购 Cloos 进军机器人国际第一梯队》2019-08-27
2、《埃斯顿（002747）：业绩基本符合预期，收购协同效应初显》2019-04-28

1. 引入战略投资者，产业协同助力公司发展

埃斯顿此次定增发行对象为中国通用技术(集团)控股有限责任公司、国家制造业转型升级基金股份有限公司和湖北小米长江产业基金合伙企业，分别认购 4 亿元、4 亿元、2 亿元；发行价格为 11.62 元/股，发行数量不超过 8605.85 万股，锁定期为 18 个月。

募资总额预计不超过 10 亿元，其中 1.55 亿元拟投向标准化焊接机器人工作站研发及产业化项目；1.04 亿元拟投向机器人激光焊接和激光 3D 打印研制项目；1.30 亿元拟投向工业、服务智能协作机器人及核心部件研制项目；1.50 亿元拟投向新一代智能化控制平台和应用软件研制项目；1.02 亿元拟投向应用于医疗和手术的专用协作机器人研制项目；及 3.59 亿元拟用于补充流动资金。

表 1：各发行对象认购情况

序号	发行对象	认购股数（股）	认购金额（万元）
1	通用技术集团	34,423,400	39,999.99
2	国家制造业转型升级基金	34,423,400	39,999.99
3	小米长江产业基金	17,211,700	20,000.00
合计		86,058,500	99,999.98

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：募集资金投资项目情况（万元）

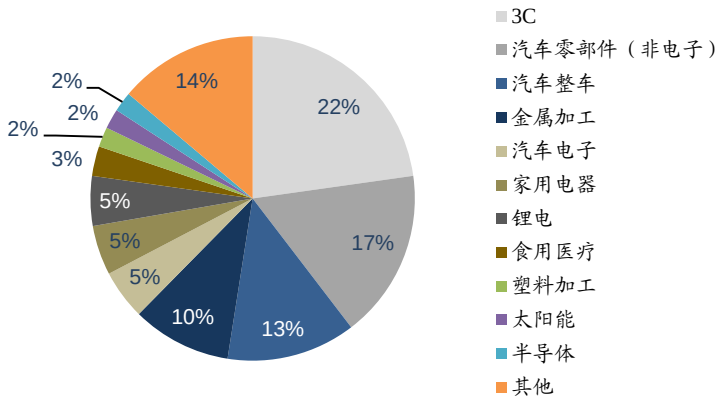
序号	项目名称	投资总额	募集资金投入金额
1	标准化焊接机器人工作站研发及产业化项目	15,544.65	15,544.65
2	机器人激光焊接和激光 3D 打印研制项目	10,400.00	10,400.00
3	工业、服务智能协作机器人及核心部件研制项目	12,970.40	12,970.40
4	新一代智能化控制平台和应用软件研制项目	15,000.00	15,000.00
5	应用于医疗和手术的专用协作机器人研制项目	10,190.00	10,190.00
6	补充流动资金	35,894.93	35,894.93
合计		99,999.98	99,999.98

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

战略投资者与埃斯顿业务协同性强，助力公司深化全产业链布局。中国工业机器人下游领域主要为汽车（含汽车电子）及 3C 市场，分别占比 35%和 22%，家用电器、食品医疗及其他长尾市场合计占比 43%。通用技术集团具备坚实的先进制造和医疗健康领域的产业基础和研发能力，可与公司开展联合研发、业务合作，形成协同效应。通用技术集团的高端数控系统中对于关键零部件的需求与公司核心产品可以形成明确的上下游采购关系，此外通用技术集团拥有遍布全国的近百家医疗机构，可以为公司拟研发推出的医疗康复机器人提供应用场景。小米集团拥有完整和成熟的产业链相关资源，为公

司上游芯片、电子元件、功率器件、智能制造关键部件等业务协同提供支持，协助公司进行资源嫁接及整合，促进公司业务拓展。

图 1：2018 年工业机器人出货量不同行业占比



数据来源：MIR，东吴证券研究所

2. 两项核心业务稳步推进，工业机器人市场复苏趋势明显

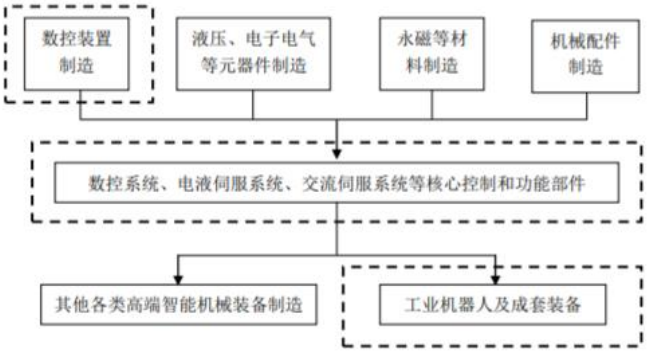
公司两大核心业务布局明确，“双核双轮、内生外延”落实到位。

1）核心零部件及运动控制系统：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：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。

此外疫情期间，公司利用自主自动化核心部件生产上的优势，组织资源生产 N95 全自动化口罩机，订单情况良好，已实现面对国内和海外市场的交付。口罩机需求增长为公司带来额外收入，但整体来看占营收比例较小。

图 2：公司两大核心业务覆盖产业链上下游



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

（虚线框部分表示公司产品所涉及的领域）

工业机器人市场复苏强劲，6 月机器人产量增速达 29%。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，2016 年中国市场占全球机器人市场的 29.9%。2017 年末开始由于下游 3C 及汽车市场景气承压，相应固定资产投资放缓，中国工业机器人产量增速开始持续下行。但 2019 年 10 月至今，工业机器人产量连续 7 个月增速为正，行业回暖趋势明显。年初以来日本工业机器人订单增速也持续为正，印证了工业机器人行业需求复苏的趋势。

图 3：工业机器人市场回暖趋势明显

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

3. 整合全球优质资源，保持高研发投入不动摇

行业景气度波动不影响公司收购脚步，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

进一步提高公司国际竞争力。

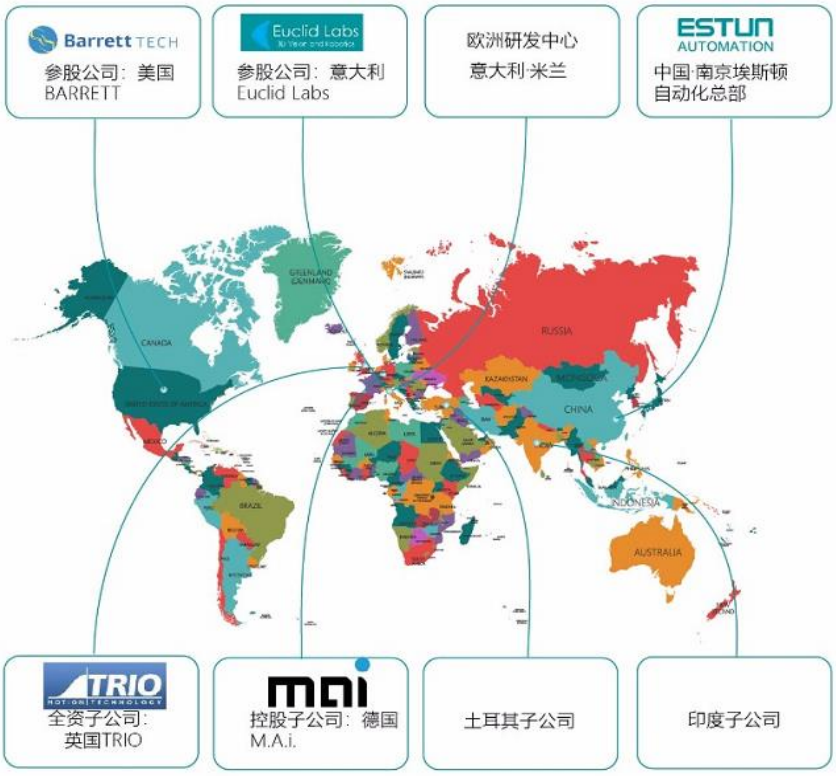
核心部件方面：2016 年公司收购 Equild，主要研发三维视觉系统，目前已经配合公司工业机器人产品，在海尔生产线已经有应用。2017 年收购英国 TRIO，研发高精运动控制器，带来客户和产品的协同，打入中高端控制器市场。2017 年收购扬州曙光 68%股权，切入高端军用装备自动化领域。

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。

机器人产业链方面：2019 年收购全球机器人焊接细分领域的领军企业 Cloos，获得全球机器人细分领域一流技术与产品，确立公司在当今工业机器人单一应用占比最大的焊接领域的行业领先地位，同时借助 Cloos 的客户和销售渠道，也有利于推动公司全系列机器人进入国际市场。

图 4：整合全球优质资源，持续开拓产业链布局



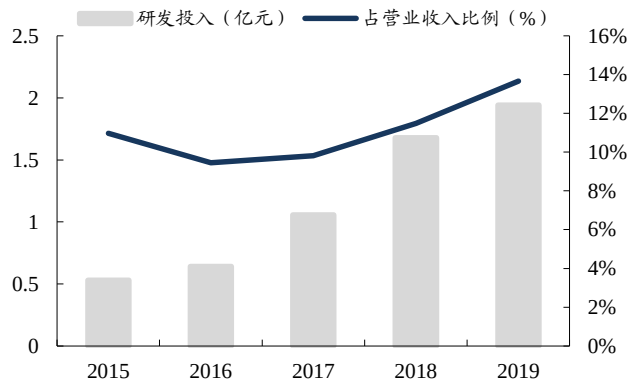
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

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 2019 年末，公司共有授权专利 389 件，其中发明专利 121 件；软件著作权 189 件；已经申请尚未收到授权的专利有 181 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。

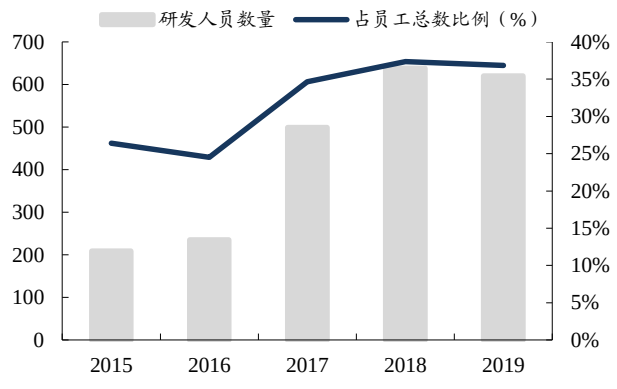
公司坚定高研发投入，新产品不断推出维持竞争优势。2019 年公司推出新一代自主机器人控制器、ProNet Summa 伺服驱动器、 高功率密度的 EM3A 电机、新一代机器人用双循环控制柜及相关控制软件等。多款新型工业机器人、机器人离线编程等新产品的推出，为公司竞争力的不断提升提供了基础。2019 年公司研发投入占营收比例达 13.7%，截至 2019 年末研发人员共有 620 人，占员工总人数比例为 36.8%。

图 5：公司研发投入常年维持 10%左右



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 6：2019 年研发人员数量占比达 36.8%



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

4. 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 2020-2022 年净利润为 0.7/0.8/1.1 亿元，对应 PE 为 190/160/123，维持“增持”评级。

5. 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。

埃斯顿三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**1674**	**1802**	**1924**	**2298**
现金	309	309	309	309
应收账款	663	882	951	1210
存货	330	343	370	434
其他流动资产	372	267	294	345
非流动资产	**2113**	**2317**	**2508**	**2686**
长期股权投资	438	438	438	438
固定资产	546	763	967	1159
在建工程	123	112	109	108
无形资产	395	382	369	356
其他非流动资产	611	622	625	626
资产总计	**3787**	**4118**	**4432**	**4984**
流动负债	**1710**	**2015**	**2297**	**2808**
短期借款	1076	1382	1613	2010
应付账款	386	389	420	492
其他流动负债	247	244	264	307
非流动负债	**359**	**359**	**359**	**359**
长期借款	239	239	239	239
其他非流动负债	120	120	120	120
负债合计	**2068**	**2373**	**2656**	**3167**
少数股东权益	109	115	122	131
归属母公司股东权益	1610	1630	1655	1686
负债和股东权益	**3787**	**4118**	**4432**	**4984**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	113	-70	108	-30
投资活动现金流	-172	-188	-283	-293
筹资活动现金流	94	258	175	323
现金净增加额	31	0	0	0
折旧和摊销	54	67	91	115
资本开支	-70	-271	-283	-293
营运资本变动	339	-212	-71	-260

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1421**	**1314**	**1446**	**1698**
减:营业成本	910	836	901	1056
营业税金及附加	11	10	11	13
营业费用	96	92	101	119
管理费用	207	263	288	319
财务费用	62	79	95	113
资产减值损失	0	0	0	0
加:投资净收益	17	10	10	10
其他收益	-79	13	13	13
营业利润	**74**	**58**	**73**	**101**
加:营业外净收支	19	20	20	20
利润总额	**93**	**78**	**93**	**121**
减:所得税费用	5	4	5	6
少数股东损益	22	6	7	9
归属母公司净利润	**66**	**68**	**81**	**105**
EBIT	217	127	158	204
EBITDA	270	194	248	319

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.08	0.08	0.10	0.13
每股净资产(元)	1.93	1.94	1.97	2.01
发行在外股份(百万股)	835	840	840	840
ROIC(%)	7.7%	4.3%	4.8%	5.7%
ROE(%)	4.1%	4.2%	4.9%	6.3%
毛利率(%)	36.0%	36.4%	37.7%	37.8%
销售净利率(%)	4.6%	5.2%	5.6%	6.2%
资产负债率(%)	54.6%	57.6%	59.9%	63.5%
收入增长率(%)	-2.7%	-7.5%	10.0%	17.5%
净利润增长率(%)	-35.0%	3.4%	18.9%	30.4%
P/E	195.3	190.1	159.8	122.6
P/B	8.0	7.9	7.8	7.7
EV/EBITDA	55.2	78.8	62.7	50.4

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

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