

注塑机、CNC 接力成长，平台化战略打开新空间

——拓斯达（300607）首次覆盖报告

买入（首次）

日期：2021 年 02 月 03 日

投资要点：

● **注塑机配套设备起家，新产品接力成长：**拓斯达从注塑机辅机单机设备起家，于 2009 年推出了自动化供料及水电气系统，为客户提供注塑生产线的整厂解决方案。2011 年起公司先后推出各类机械手、多关节机器人等产品，以及各类基于机械手、多关节机器人集成应用的自动化整体解决方案。2017 年公司智能能源及环境管理系统业务步入正轨并实现了高速增长。2020 年新冠疫情爆发，公司在短时间内研发出口罩机并完成技术迭代，形成稳定出货能力，实现了营收与利润的大幅增厚。总体来看，公司通过灵活高效的组织管理机制稳抓行业风口，产品线不断延伸，实现了业绩的稳定高速增长。

● **扩产、并购、研发三管齐下，卡位注塑机、机器人、CNC：**2019 年 11 月公司向不特定对象发行股票，募集资金 6.50 亿元，投资于江苏拓斯达项目，以完善生产基地布局、扩充产能。2020 年 8 月公司公告拟在东莞市建设生产基地，用于工业机器人、注塑机、CNC 等设备的研发和制造，用地面积达 196 亩。除了投资扩产外，公司通过受让亿利达部分资产、（拟）收购埃弗米 51% 股份等方式加强公司在注塑机、CNC 领域的技术实力；投资 6.12 亿用于研发及产业化项目，以提升公司底层技术实力，提高产品品质。公司积极进行扩产、并购、投资研发项目等动作，加速卡位注塑机、机器人、CNC 三大标准化产品，为公司取得更加广阔的发展空间。

● **从集成商到产业平台：发力中小客户，聚焦硬件产品，掌握共性技术：**由于制造业的封闭特性，庞大的中小客户有大量的自动化需求找不到合适、匹配的集成商。针对这一行业痛点，拓斯达顺势提出平台化战略：开发优质的中小集成商，为合作集成商提供硬件产品与共性技术，以“研发团队+应用团队+优质集成商+高效项目执行+战略合作伙伴”的模式来共同服务客户。公司将通过底层核心技术来支撑零部件、产品的优势，通过自产产品来提升解决方案的竞争力，通过能够解决客户需求 and 痛点的解决方案构建渠道平台的优势，实现产业平台层层赋能。

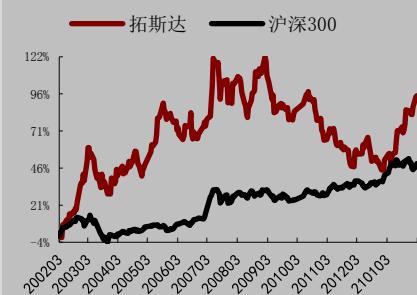
● **盈利预测与投资建议：**我们预计，公司 2020、2021、2022 年归母净利润分别为 5.33、4.10、5.26 亿元，对应的 PE 分别为 20.8、27.0、21.0 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● **风险因素：**行业景气度下行风险、新产品市场开拓不及预期风险、平台化战略推进不及预期风险、市场竞争加剧风险、财务风险等。

基础数据

行业	机械设备
公司网址	
大股东/持股	吴丰礼/40.49%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	266.17
流通A股(百万股)	166.38
收盘价(元)	41.56
总市值(亿元)	110.62
流通A股市值(亿元)	74.51

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2021 年 02 月 03 日

分析师：江维
执业证书编号：S0270520090001
电话：010-56508507
邮箱：jiangwei@wlzq.com

研究助理：卢大炜
电话：021-60883481
邮箱：ludw@wlzq.com.cn

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,660	2,697	3,063	3,939
增长比率(%)	38.6%	62.5%	13.6%	28.6%
净利润(百万元)	187	533	410	526
增长比率(%)	8.6%	185.6%	-23.0%	28.4%
每股收益(元)	0.70	2.00	1.54	1.98
市盈率(倍)	61.3	20.8	27.0	21.0

数据来源：WIND，万联证券研究所

区别于市场的观点

1. 市场担心口罩机业务退潮后,公司 2021 年业绩会出现较大幅度下滑。我们认为,公司原有业务在 2020 年下半年迅速恢复,2020 年第四季度原有主营业务已恢复正向增长;截至 2020 年 9 月末,公司在手订单金额达到 14.79 亿元,较 6 月末净增 2.66 亿元,公司在手订单饱满;随着国内外疫情的缓解,公司项目交付能力将恢复正常,受疫情影响的自动化应用系统和绿能项目将逐步确认收入;注塑机主机、CNC 等新产品有望借助公司既有的渠道优势实现快速放量,2021 年有望成为拓斯达注塑机、CNC 业务的爆发元年。我们预计公司 2021 年归母净利润分别可达到 4.1 亿元,同比小幅下降 23.0%,对应目前股价的 PE 为 27.0X。
2. 市场担心工业机器人行业的复苏情况。我们认为,受汽车销量恢复、5G 部署持续推进、无线耳机等新型产品快速增长等因素影响,汽车、3C 制造业固定资产投资有望在 2021 年保持旺盛,带动工业机器人需求增长。中长期来看,在机器换人需求旺盛、工业机器人加速向一般工业领域渗透、新能源汽车产业快速发展等因素的影响下,工业机器人市场将在中长期持续保持旺盛,MIR 预计我国工业机器人销售规模将在 2025 年达到 25.3 万台,2021-2025 年 CAGR 达到 8.1%。
3. 市场担心公司作为系统集成商,缺乏核心技术与业绩增长点。我们认为,公司不断加强对工业机器人及底层核心技术的研发,2019 年公司系统集成应用方面的机器人本体自制率达到了 46.2%,公司的机器人本体产品使用自产核心零部件的比例超过 60%,其中控制器完全实现自产。业绩增长点方面,我们认为公司经营风格灵活,自成立以来不断延伸产品线,实现了业绩的高速稳健增长,2020 年公司积极进行扩产、并购、投资研发项目等动作,加速卡位注塑机、机器人、CNC 三大标准化产品,为公司取得更加广阔的发展空间。

风险提示

1. 行业景气度下行风险:公司主要产品为工业机器人及系统集成、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,下游应用领域包括 3C、新能源、汽车零部件制造、5G、光电、家用电器等。若下游行业固定资产投资节奏放缓,相关自动化产品需求下降,则公司销售收入可能会出现下滑。
2. 新产品市场开拓不及预期风险:公司向注塑机主机、CNC 领域发展,新产品目标客户与公司原有客户高度重叠,有利于公司进行市场开拓。但注塑机主机、CNC 行业较为成熟,竞争相对激烈,公司新产品的市场推广存在不确定性。
3. 平台化战略推进不及预期风险:公司平台化战略在推广初期需要进行销售渠道的下沉和中小集成商的开拓,存在一定的前期投入。若平台化战略推进进程不及预期,则会对公司的经营状况产生不利影响。
4. 其他:市场竞争加剧风险、财务风险等。

目录

1、快速发展的工业机器人系统集成及设备供应商.....	6
2、自动化需求复苏，长期成长空间广阔.....	8
2.1 下游投资恢复，工业机器人行业持续回暖.....	8
2.2 产业升级+人口老龄化，工业机器人有望进入全面推广阶段.....	10
2.3 工业机器人市场将在中长期持续保持旺盛.....	12
3、财务情况：业绩增长稳定，口罩机带来业绩爆发.....	13
3.1 业绩增长稳定，在手订单充足.....	13
3.1.1 经营风格灵活，业绩成长性强.....	13
3.1.2 口罩机的意义：不只是现金流.....	14
3.1.3 口罩机辉煌过后，原有业务迅速回升.....	15
3.2 盈利能力较为稳定，费用管控能力强.....	17
4、平台化战略：发力中小客户，聚焦硬件产品，掌握共性技术.....	19
4.1 向平台化迈进，产业链垂直打通、横向延伸.....	19
4.2 上游：掌握控制器、伺服系统、机器视觉三大核心技术.....	21
4.3 中游：卡位工业机器人、注塑机、CNC 三大标准化产品.....	23
4.3.1 工业机器人优势初显，自制率接近 50%.....	23
4.3.2 2021 年有望成为注塑机业务爆发元年.....	25
4.3.3 拟并购埃弗米，切入高端数控机床领域.....	26
5、盈利预测与评级.....	29
5.1 业务拆分及盈利预测.....	29
5.2 估值与评级.....	30
6、风险提示.....	31

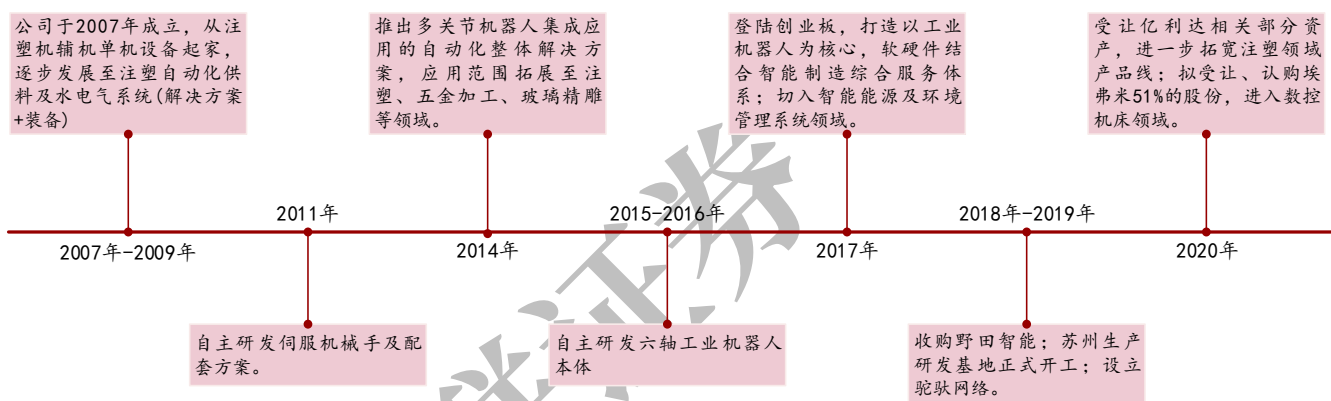
图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 公司主要产品	6
图表 3: 公司营业收入结构 (按业务板块)	7
图表 4: 2019 年公司工业机器人本体业务收入结构	7
图表 5: 截至 2020 年 9 月 30 日公司工业机器人自动化应用解决方案在手订单情况 (按行业分类)	7
图表 6: 公司股权结构 (截至 2020 年 Q3)	8
图表 7: 工业机器人销量 (左轴, 台) 与同比增速 (右轴)	8
图表 8: 我国工业机器人产量持续恢复	9
图表 9: 汽车、3C 制造业固定资产投资累计增速	9
图表 10: 汽车销量增速	9
图表 11: 无线耳机行业机器人销售规模有望出现爆发式增长	10
图表 12: 国内每台工业机器人平均单位成本约 24 元/小时	10
图表 13: 2020-2019 中国 GDP 构成 (%)	11
图表 14: 1955-1999 日本 GDP 构成 (%)	11
图表 15: 主要国家老龄化率从 7% 上升到 14% 的时间	11
图表 16: 日本工业机器人保有量及密度情况	12
图表 17: 中国大陆地区工业机器人保有量及密度情况	12
图表 18: 工业机器人分行业出货量同比增长率	12
图表 19: MIR 预计 2025 年中国工业机器人销售规模将突破 25 万台	13
图表 20: 公司营业收入持续增长	13
图表 21: 公司归母净利润持续增长	13
图表 22: 拓斯达营业收入增速行业领先	14
图表 23: 公司口罩机研发及产能爬坡历程	14
图表 24: 公司经营性现金流情况 (百万元)	15
图表 25: 2020 年上半年公司营业收入主要由口罩机贡献 (单位: 百万元)	15
图表 26: 公司在手订单充足 (单位: 百万元)	16
图表 27: 公司存货、合同负债大幅增加	16
图表 28: 拓斯达与对标企业毛利率情况	17
图表 29: 拓斯达毛利率情况 (分业务板块)	17
图表 30: 拓斯达与对标企业净利率情况	17
图表 31: 拓斯达与对标企业 ROE (平均) 情况	17
图表 32: 拓斯达与对标企业期间费用率情况	18
图表 33: 拓斯达期间费用率情况	18
图表 34: 拓斯达与对标企业应收账款周转率情况	18
图表 35: 拓斯达与对标企业存货周转率情况	18
图表 36: 拓斯达平台化服务模式	19
图表 37: 打造渠道与核心技术双轮驱动的智能制造硬件平台	20
图表 38: 公司近期公布的重大投资	20
图表 39: 工业机器人构成	21
图表 40: 多轴工业机器人成本构成	21
图表 41: 公司研发投入持续提升	22
图表 42: 拓星辰 I 号 SCARA 机器人	22
图表 43: 中国工业机器人市场机型占比	23
图表 44: 中国工业机器人市场应用领域占比	23
图表 45: 中国工业机器人内外资占比	23

图表 46: 拓斯达主要工业机器人产品类型及应用领域	24
图表 47: 2019 年公司工业机器人销售收入及毛利率	24
图表 48: 公司工业机器人单机产销量	24
图表 49: 注塑成型设备市场空间约 250 亿	25
图表 50: 2019 年公司工业机器人销售收入及毛利率	25
图表 51: 2019 年公司工业机器人销售收入及毛利率	26
图表 52: 数控机床产业链	26
图表 53: 2018 年数控机床下游行业消费占比	27
图表 54: 2013-2018 年中国数控机床行业产成品规模	27
图表 55: 2020 年 1-10 月中国部分数控机床产品进出口数据	28
图表 56: 埃弗米五轴联动加工中心	28
图表 57: 拓斯达业务拆分及盈利预测 (单位: 百万元)	30
图表 58: 拓斯达历史 PE 情况	30
图表 59: 可比上市公司估值情况	31

1、快速发展的工业机器人系统集成及设备供应商

拓斯达成立于2007年，在2014年挂牌新三板，于2017年登陆创业板。公司专注于工业机器人、注塑机等智能装备软硬件的研发、制造、方案和应用全产业链。产品广泛应用于3C、新能源、汽车零部件制造、5G、光电、家用电器等领域，并逐渐延伸至整个制造业。公司致力于成为系统集成+本体（设备）制造+软件开发+工业互联网四位一体的智能制造综合服务商，持续建设智能制造生态圈。

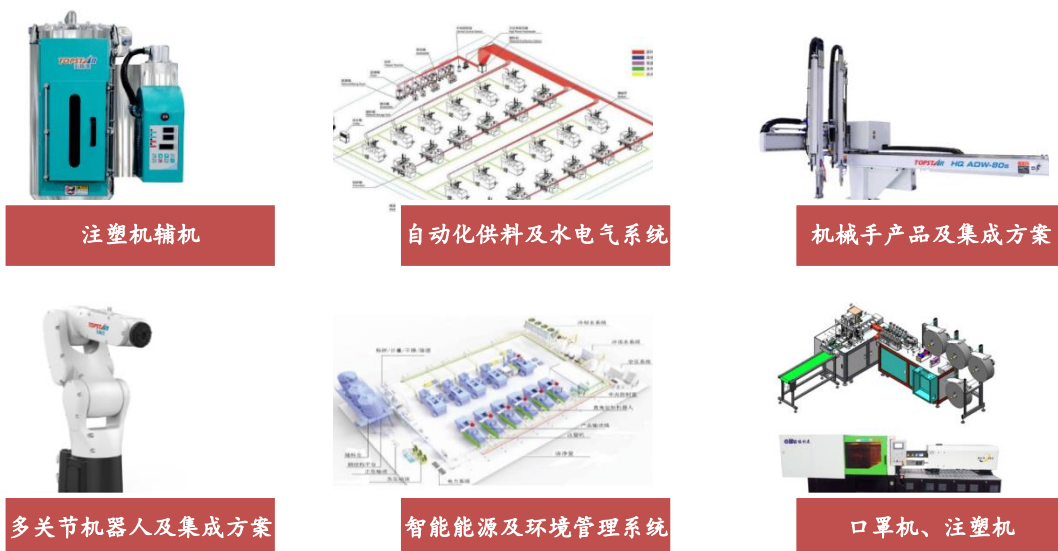
图表1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，万联证券研究所

目前公司的产品主要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（绿能）。公司从注塑机辅机单机设备起家，于2009年推出了自动化供料及水电气系统，为客户提供注塑生产线的整厂解决方案。2011年起公司先后推出各类机械手、多关节机器人等产品，以及各类基于机械手、多关节机器人集成应用的自动化整体解决方案。2017年公司智能能源及环境管理系统业务步入正轨并实现了高速增长。2020年新冠疫情爆发，公司在短时间内研发出口罩机并技术迭代，形成稳定出货能力，实现了营收与利润的大幅增厚。此外公司在2020年受让注塑机品牌亿利达部分资产、计划投资五轴CNC领先企业埃弗米，进一步布局注塑机及高端机床。

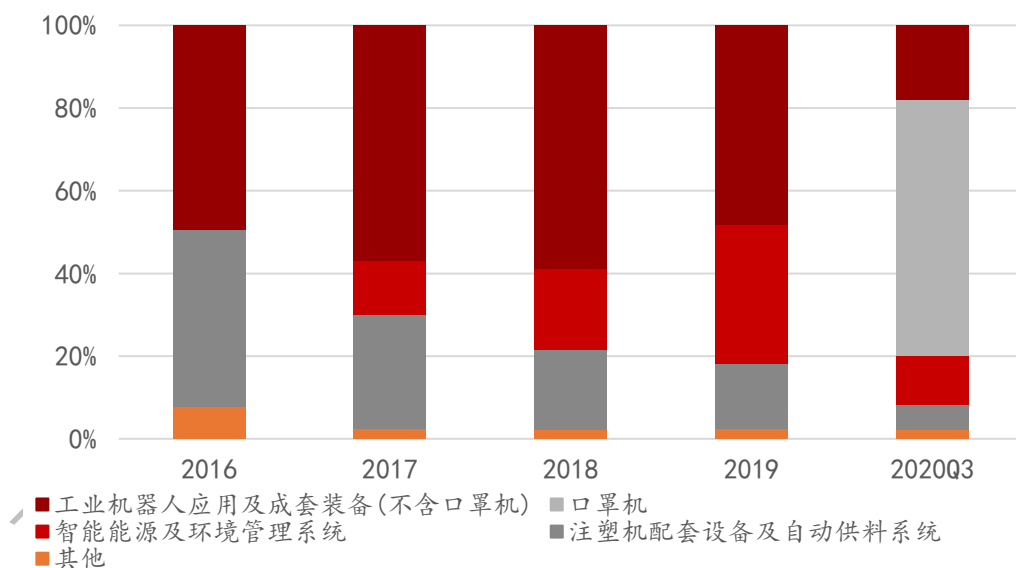
图表2：公司主要产品



资料来源：公司公告，公司官网，万联证券研究所

分产品来看，包括工业机器人单机、自动化方案、口罩机在内的工业机器人及自动化应用系统业务是公司的核心业务，2019年相关业务实现营业收入8亿元，营收占比为48.2%；2020年上半年由于口罩机产品的爆发式增长，工业机器人及自动化应用系统业务营收达到12.35亿元，占比提升至82.2%。公司绿能板块收入从2017年的1亿元快速增长至2019年的5.6亿元，2019年营收占比为33.8%，为公司第二大业务板块；2020年绿能板块收入同比下降12.1%，主要系二季度受国外疫情影响，项目交付进度有所放缓所致。公司的产品线和业务范围不断丰富，在注塑机辅机相关的传统业务稳健增长的同时，公司的工业机器人、绿能等新业务实现了高速增长。

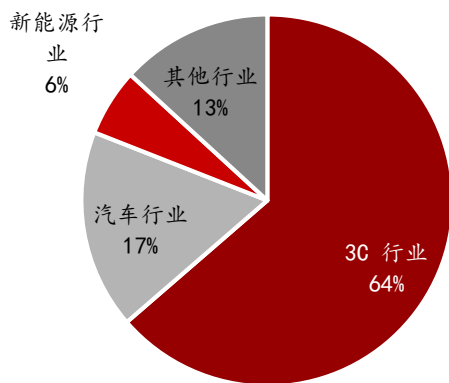
图表3：公司营业收入结构（按业务板块）



资料来源：wind，万联证券研究所

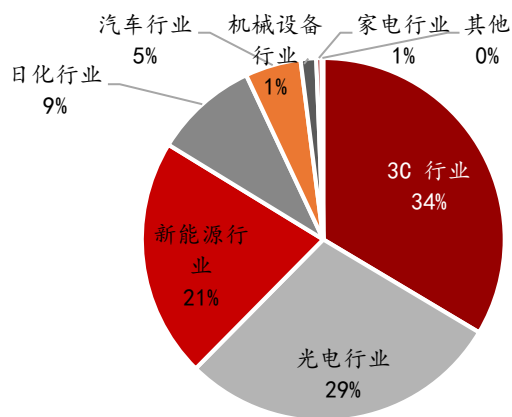
公司的工业机器人及自动化业务的下游应用以3C行业为主。2019年，公司的自动化解决方案前三大客户均为3C行业的企业，工业机器人本体业务收入的63.6%也来自于3C行业。从订单情况来看，截至2020年9月30日公司工业机器人自动化应用解决方案业务在手订单主要来自于3C、光电、新能源等行业。

图表4：2019年公司工业机器人本体业务收入结构



资料来源：公司公告，万联证券研究所

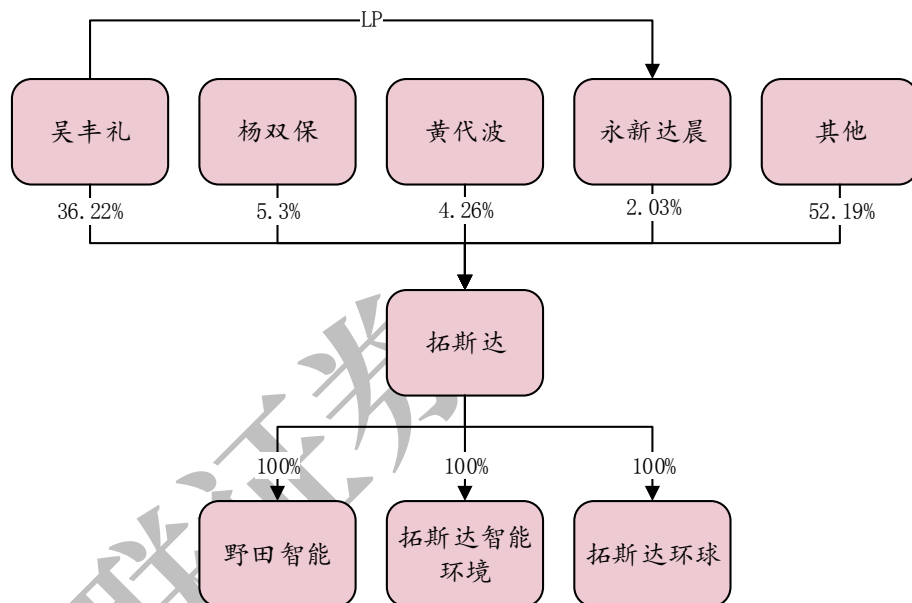
图表5：截至2020年9月30日公司工业机器人自动化应用解决方案在手订单情况（按行业分类）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司股权较为集中。公司创始人及实际控制人吴丰礼直接持有公司36.22%的股份，此外公司董事兼副总裁黄代波先生、杨双保先生分别持有公司5.3%、4.26%的股份。总体来看，公司的股权结构较为集中。

图表6：公司股权结构（截至2020年Q3）



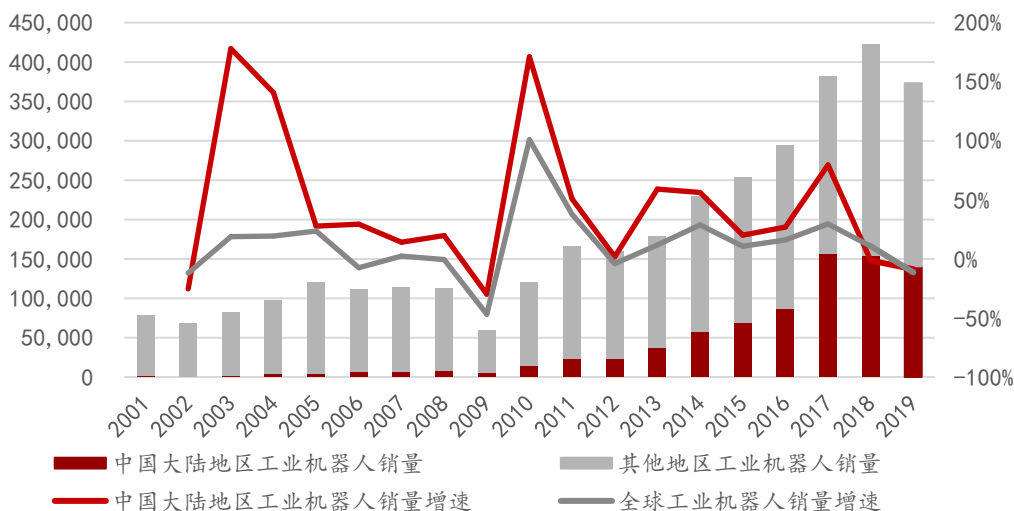
资料来源：wind，万联证券研究所

2、自动化需求复苏，长期成长空间广阔

2.1 下游投资恢复，工业机器人行业持续回暖

2010年后全球工业机器人销量稳定增长，行业呈现一定的周期性。2008年的全球金融危机导致制造业投资推迟，工业机器人的销量下降至2009年的6万台。2010年制造业投资释放，工业机器人的销量大幅提升至12万。2013年到2018年的5年间，全球工业机器人的销量从178,132台上升至422,000台，CAGR达到18.8%。受汽车、电子等下游产业固定资产投资不景气的影响，2019年全球工业机器人销量下降11.6%，中国大陆地区的工业机器人销量下降8.8%。

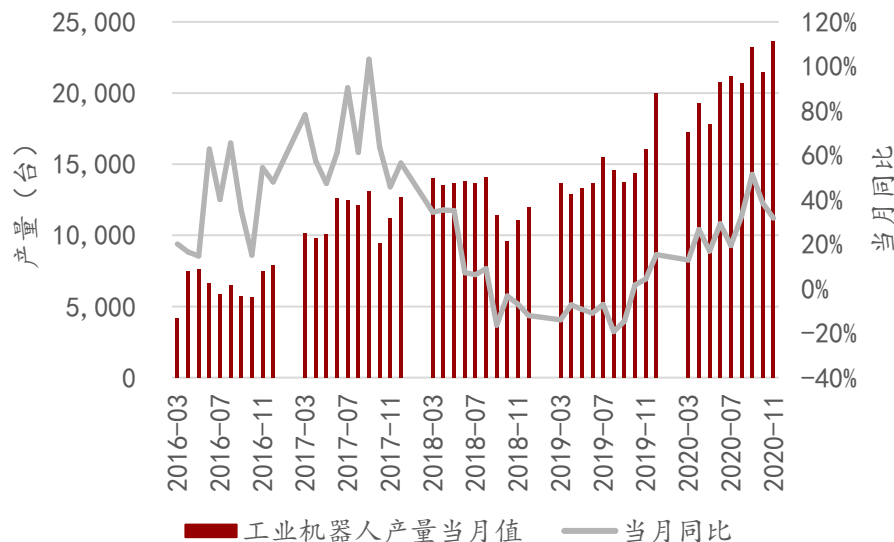
图表7：工业机器人销量（左轴，台）与同比增速（右轴）



资料来源：wind，万联证券研究所

从供给端看，疫情过后我国工业机器人行业持续回暖。2019年10月，我国工业机器人产量结束了持续13个月的同比下滑，增速由负转正。2020年在疫情过后我国工业机器人的产量持续回升，全年工业机器人的累计产量达到23.71万台，同比增长19.1%，行业回暖的信号明显。

图表8：我国工业机器人产量持续恢复

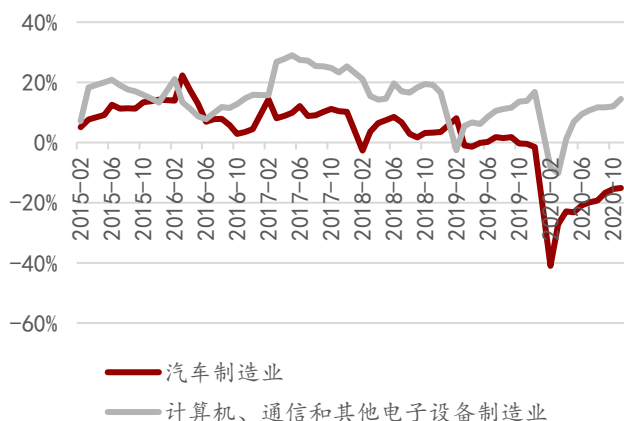


资料来源：wind，万联证券研究所

汽车和3C制造业是工业机器人最主要的下游应用领域。由于汽车销量的下滑，汽车制造业固定资产投资在2019年3月出现下滑，投资增速始终保持低位甚至负增长。2020年上半年汽车制造业投资受疫情的影响较大，下半年开始逐步回暖，1-11月份汽车制造业投资的降幅收窄至15.1%。自2020年4月开始全国汽车销量持续正增长，新能源汽车2020年销量同比增长10.9%，中汽协预测2021年汽车销量有望增长4%，其中新能源车销量增速有望达到40%。一般来说，汽车销量的恢复领先汽车制造业投资一年左右，汽车销量的增长有望拉动车企扩产意愿，带动汽车制造业投资持续边际回暖。

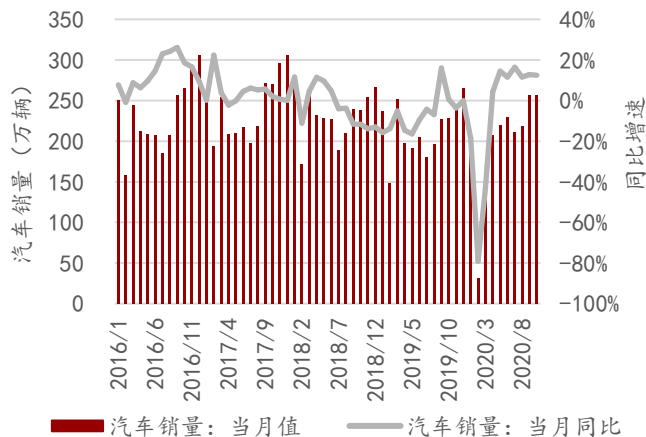
受益于5G建设、无线耳机爆发式增长等因素带来的相关需求，我国的计算机、通信设备制造业固定资产投资增速保持坚挺，2020年1-11月投资额增长14.5%。随着5G部署持续推进、无线耳机技术不断成熟，3C制造业投资有望保持旺盛，带动工业机器人需求增长。

图表9：汽车、3C制造业固定资产投资累计增速



资料来源：wind，万联证券研究所

图表10：汽车销量增速



资料来源：wind，万联证券研究所

图表11：无线耳机行业机器人销售规模有望出现爆发式增长



资料来源：MIR《2021年中国工业机器人市场年度报告》，万联证券研究所

2.2 产业升级+人口老龄化，工业机器人有望进入全面推广阶段

我国劳动力成本不断提升而工业机器人价格持续下行，“机器换人”的成本优势凸显。随着老龄化程度的加深，我国的劳动成本螺旋式上升，以每周工作48.3小时、每年工作50周计算，我国城镇制造业就业人员的平均时薪已超过32元/小时。同时随着全球工业机器人产业链向中国大陆转移，工业机器人的价格也在持续下行，我们测算国内每台工业机器人平均单位成本约24元/小时，企业采用工业机器人替代人工的成本优势凸显。

图表12：国内每台工业机器人平均单位成本约24元/小时

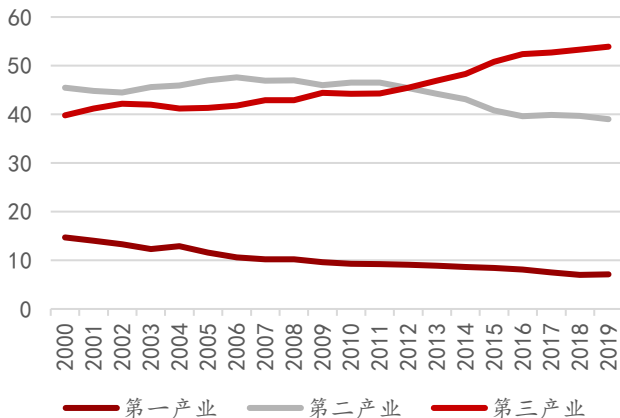
项目	估算	假设
工业机器人本体价格(万元)	22	2018年中国工业机器人销量15.4万台，销售规模54.2亿美元，推断工业机器人平均单价22-23万元/台
系统集成费用(万元)	66	工具、栅栏、PLC、培训等集成费用因种类、用途等方面而异，假设为本体价格的3倍
检测维修和升级改造费用(万元)	6.82	假设第一年为本体价格的10%，其后每年3%
使用寿命(万小时)	3.84	假设使用寿命8年，每年使用50周，每周6天，每天16小时
检测维修改造时间(小时)	768	假设为使用时间的2%
单位时间成本(元/小时)	24.21	

资料来源：亿欧网，万联证券研究所

产业升级+人口老龄化，我国工业自动化产业有望进入全面推广阶段。回顾日本的工业机器人发展史，日本在1970年左右进入了工业化后期阶段，面临着较大的产业升级的压力。工业机器人不仅可以提高生产效率和产品质量，还能有效降低生产成本和损耗，因此大力推广工业机器人就成为了日本实现产业升级的必然选择。此外日本社会的高度老龄化也是工业机器人快速发展的重要原因。

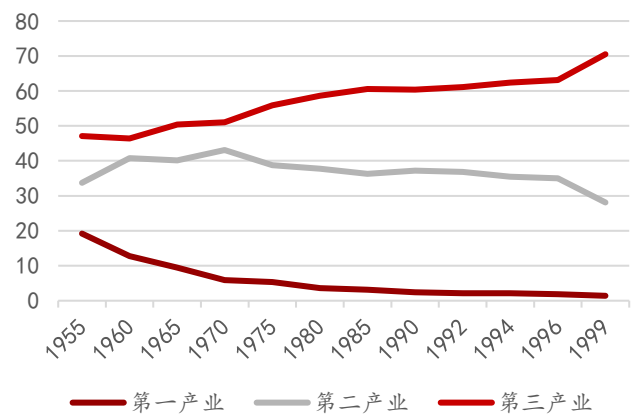
目前我国也已经进入工业化后期阶段，2019年我国第一、第二、第三产业的GDP占比分别为7.1%、39.0%、53.9%，与日本工业机器人产业快速发展的1970-1980年类似。同样的，我国的制造业也面临着进行产业升级、提升产品竞争力的压力，自动化已经成为推动产业升级的重要内生动力，推广工业机器人的应用是实现产业升级的大势所趋。我国也在2001年进入了老龄化，2019年65岁及以上人口占比达到11.47%。根据日本内阁府发布的《高龄社会白书》，预计我国将在2025年进入深度老龄化阶段。

图表13：2020-2019中国GDP构成（%）



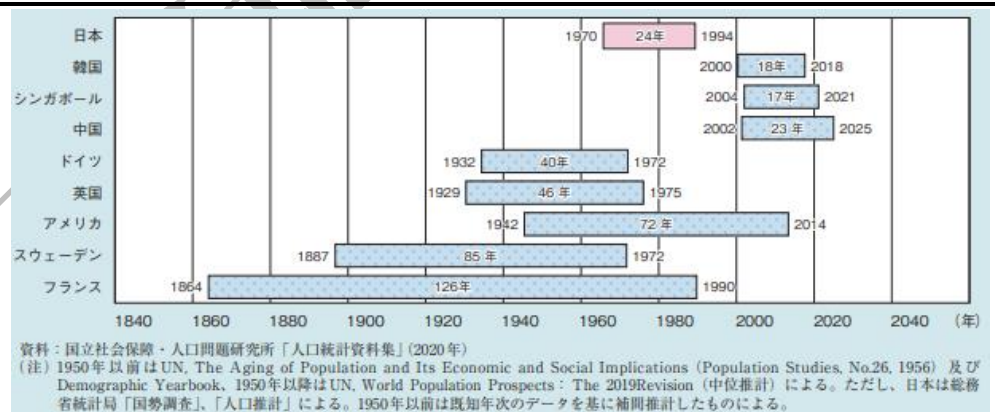
资料来源：wind，万联证券研究所

图表14：1955-1999日本GDP构成（%）



资料来源：《日本现阶段产业结构变化的基本特征及其趋势》，万联证券研究所

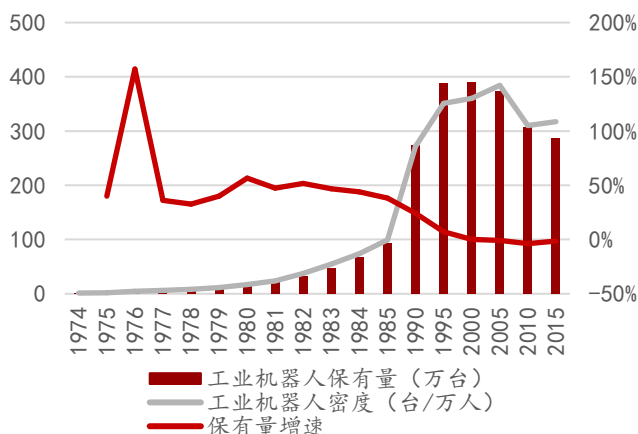
图表15：主要国家老龄化率从7%上升到14%的时间



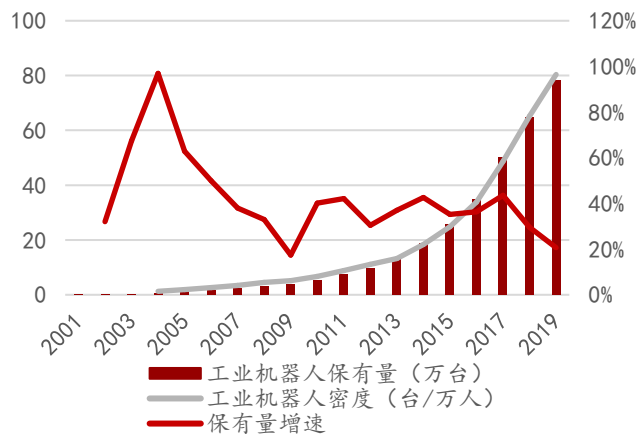
资料来源：2020年版《高龄社会白書》(全体版)，万联证券研究所

2019年我国工业机器人的密度为80台/万人，接近日本上世纪80年代的水平。综合产业结构、人口老龄化程度、工业机器人密度等因素，我们认为目前我国工业机器人产业无论是发展现状还是社会环境，都与日本上世纪80年代的快速普及期相似。复盘日本的工业机器人发展史，我国的工业自动化行业也有望进入类似于日本上世纪80年代的全面推广、需求快速增长的发展阶段。

图表16: 日本工业机器人保有量及密度情况



图表17: 中国大陆地区工业机器人保有量及密度情况



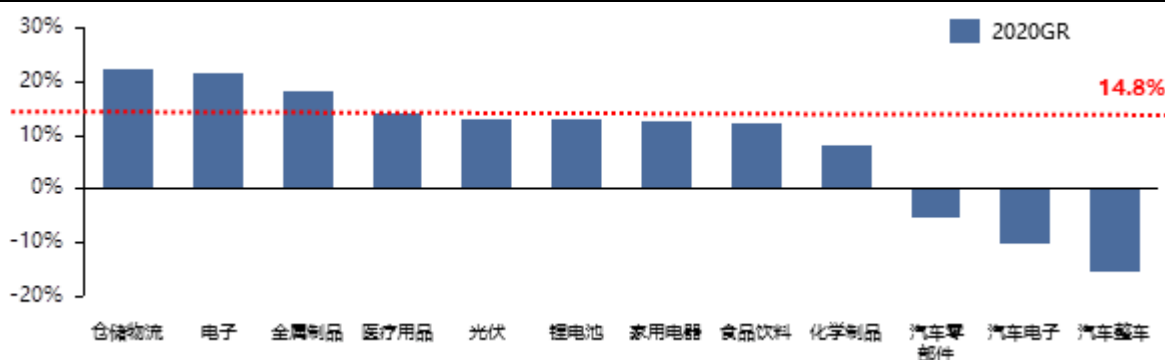
资料来源: IFR, 《International comparisons of industrial robot penetration》, wind, 万联证券研究所
资料来源: wind, 万联证券研究所

注: 1995年及以后的增速为5年复合年均增速

2.3 工业机器人市场将在中长期持续保持旺盛

2020年我国工业机器人行业恢复超预期,我们认为主要系国内制造业投资回暖、疫情催化机器换人需求等因素所致,另外2020年全球疫情爆发,部分海外订单转移到国内,使得我国制造业出口增加,企业扩产需求提升,进一步拉动了工业机器人需求。根据MIR公布的数据,2020年电子、光伏、锂电、金属制品、医疗用品、仓储物流等领域的工业机器人出货量保持高速增长,传统汽车相关行业的工业机器人出货量继续下滑,工业机器人的下游应用领域更加多元。在机器换人需求旺盛、工业机器人加速向一般工业领域渗透、新能源汽车产业快速发展、制造业投资回暖等因素的影响下,工业机器人市场将在中长期持续保持旺盛,MIR预计我国工业机器人销售规模将在2025年达到25.3万台,2021-2025年CAGR达到8.1%。

图表18: 工业机器人分行业出货量同比增长率



资料来源: MIR 《2021年中国工业机器人市场年度报告》, 万联证券研究所

图表19: MIR预计2025年中国工业机器人销售规模将突破25万台



资料来源: MIR 《2021年中国工业机器人市场年度报告》, 万联证券研究所

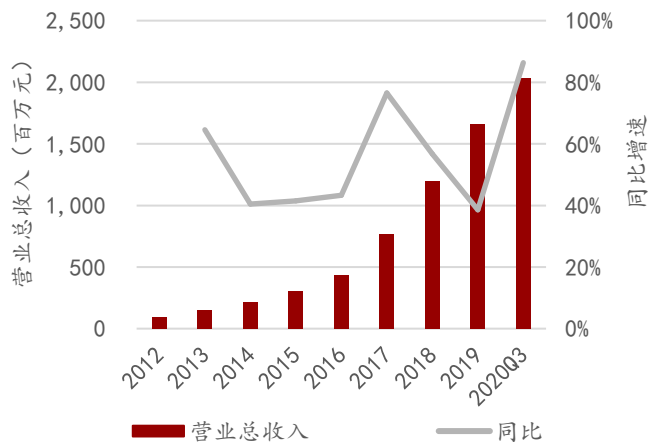
3、财务情况: 业绩增长稳定, 口罩机带来业绩爆发

3.1 业绩增长稳定, 在手订单充足

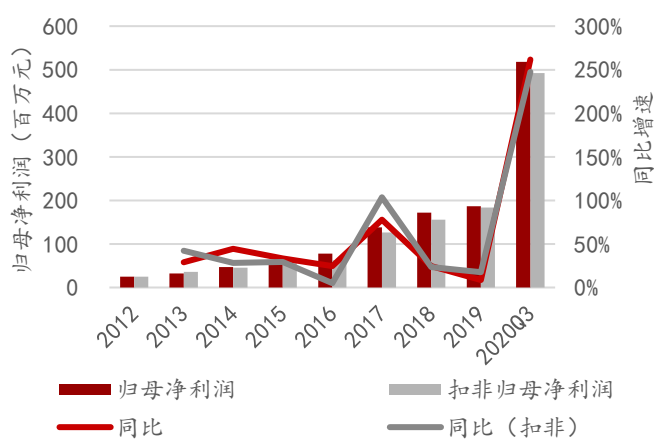
3.1.1 经营风格灵活, 业绩成长性强

经营风格灵活, 产品线不断延伸, 业绩高速稳健增长。公司紧跟客户需求, 将产品线从注塑机辅机逐步延伸至系统集成、工业机器人本体、绿能、口罩机等领域。公司通过“狼性”的市场营销和客户服务提升客户粘性, 通过灵活高效的组织管理机制稳抓行业风口, 实现了业绩的稳定高速增长。2012-2019年, 公司营业收入由9241万元增长至16.6亿元, 归母净利润由2511万元增长至1.87亿元, 营业收入和归母净利润的CAGR分别达到51.2%、33.2%。2020年前三季度公司抓住口罩机的市场机遇, 营业收入、归母净利润分别额大幅增长86.4%、261.7%。

图表20: 公司营业收入持续增长



图表21: 公司归母净利润持续增长



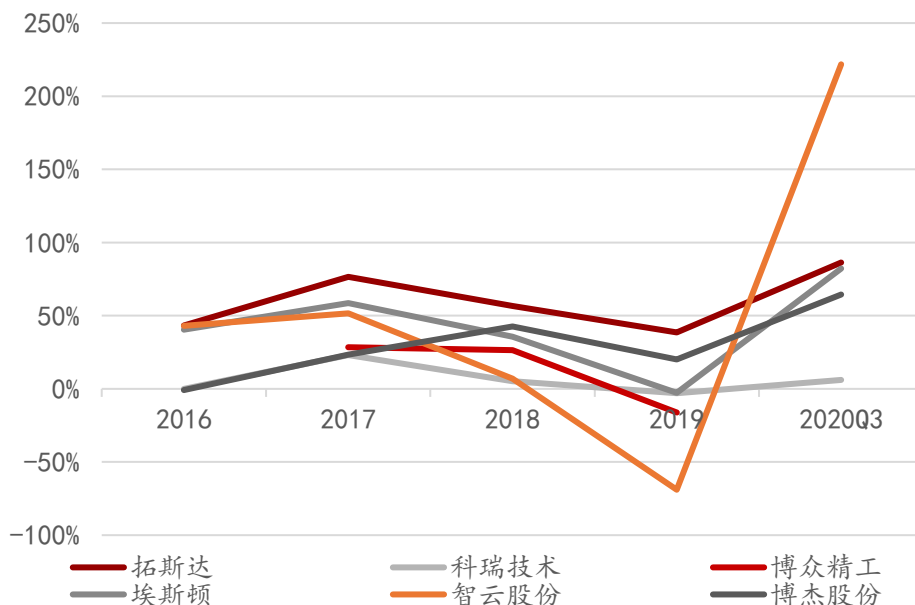
资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

营收增速高于对标企业, 公司成长性强周期性弱。拓斯达主营通用自动化设备及系统集成, 下游客户以3C制造业企业为主, 我们选取科瑞技术、博众精工、埃斯顿、智云股份、博杰智能作为对标企业。从历史数据来看, 2016-2019年拓斯达的营收增速

明显高于对标企业，拓斯达的成长性强于同行企业。2019年行业低谷时对标企业营收增速下滑明显，而拓斯达及时采取大客户战略，在2019年行业不景气时仍能保持38.6%的营收增速，可见拓斯达拥有较强的穿越周期能力。

图表22：拓斯达营业收入增速行业领先



资料来源: wind, 万联证券研究所

3.1.2 口罩机的意义：不只是现金流

2020年新冠疫情爆发，公司在危机中抓住机会，利用自身强大的供应链管理、研发、制造交付能力在短时间内研发出口罩机并技术迭代，实现了较好的业绩。2020年上半年，公司的口罩机及相关设备业务实现销售收入10.93亿元，占当期营业收入比重为72.8%。

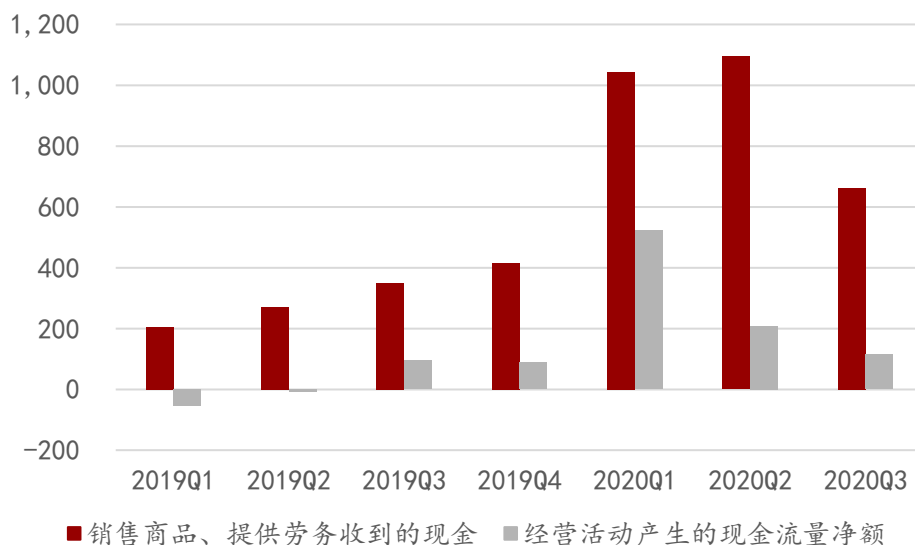
口罩机业务的成功为公司带来了短期的业绩增厚，充实了公司的现金流，2020年Q1、Q2单季公司销售商品收到的现金分别达到10.43亿元、10.95亿元，远高于往年同期水平。充足的现金流有助于公司更加灵活的开展研发、经营活动以及进行资本运作，有利于公司对原有业务的巩固及对新业务的开拓。另一方面，口罩机业务也是对公司组织管理能力、研发能力、响应速度的一次综合考验。面对突如其来的市场机遇，公司仅用了7天就完成了第一台口罩机样机的生产，产能爬坡到70台/日仅用了一个月的时间。口罩机业务的成功是公司高效的管理能力和快速的响应能力的具体体现。

图表23：公司口罩机研发及产能爬坡历程

立项研发	从立项到第一台样机用了7天
产能爬坡	从第一台样机试产到日产70台用了30天
	从2位熟练工到超过1000名产业工人用了30天
产品迭代	从平面口罩机40片/分钟迭代到最快160片/分钟用了20天

资料来源: topstarltd, 万联证券研究所

图表24：公司经营现金流情况（百万元）

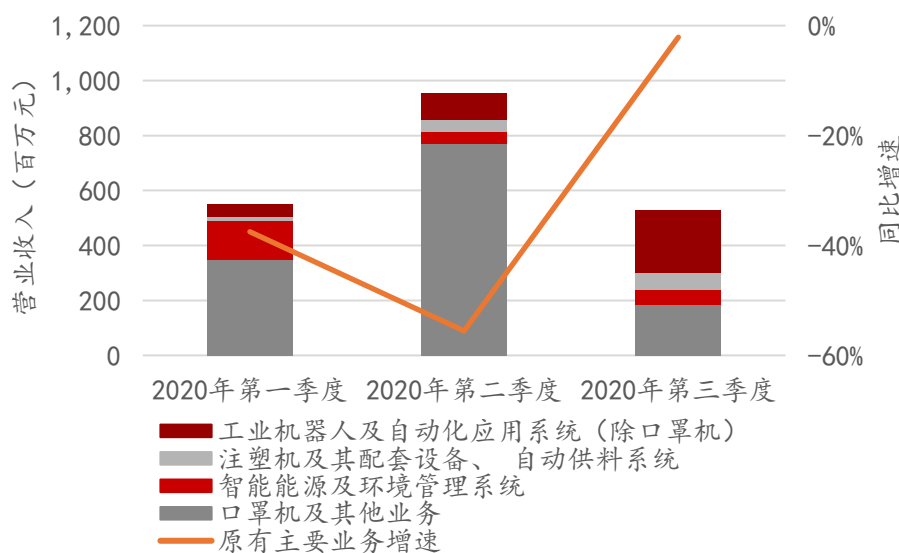


资料来源：wind，万联证券研究所

3.1.3 口罩机辉煌过后，原有业务迅速回升

随着全球口罩产能的提升，公司口罩机业务在2020年下半年大幅收缩，第三季度单季公司口罩机的销售收入下降至1.64亿。口罩机业务退潮后，公司原有业务迅速恢复，2020年第三季度单季公司原有的主要业务实现收入3.44亿元，与2019年同期基本持平。我们认为，公司第四季度业绩将主要由原有业务贡献，根据公司2020年业绩预告，2020年第四季度公司预计实现营业收入7亿元，较2019年同期增长20%左右；预计实现归母净利润6121万元~1.11亿元（不考虑激励基金影响）。

图表25：2020年上半年公司营业收入主要由口罩机贡献（单位：百万元）



资料来源：wind，万联证券研究所

在手订单充足，存货、合同负债创新高。截至2020年9月末，公司在手订单金额达到14.79亿元，较6月末净增2.66亿元。在口罩机业务逐渐退潮后公司在手订单仍然饱满，为公司收入增长提供了扎实的基础。截至2020年第三季度末公司存货账面价值达到7.65亿元，较2019年末分别增加269.4%；合同负债达到5.07亿元，2019年同期仅有不到1亿元。公司存货及合同负债大幅增加，主要原因系自动化应用系统和智能能源

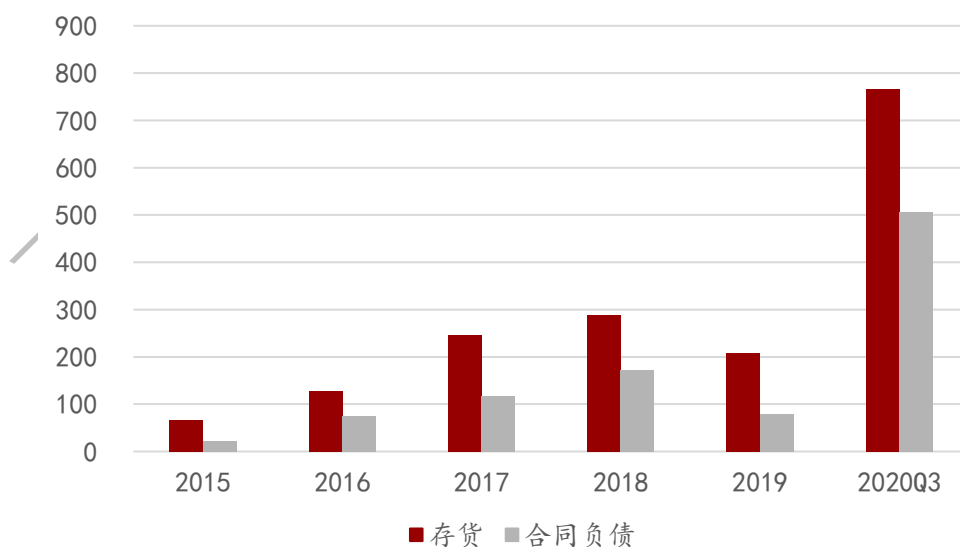
及环境管理系统项目投入增加，但部分项目受疫情影响尚未完成交付。随着国内外疫情的缓解，公司项目交付能力将逐步恢复正常。

图表26：公司在手订单充足（单位：百万元）

项目	截至2020年6月末在手订单	截至2020年9月末在手订单
工业机器人及自动化应用系统	638.98	695.53
注塑机及其配套设备、自动供料系统	125.40	203.39
智能能源及环境管理系统	424.44	559.01
其他	23.81	20.62
合计	1212.63	1478.55

资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表27：公司存货、合同负债大幅增加



资料来源：wind，万联证券研究所

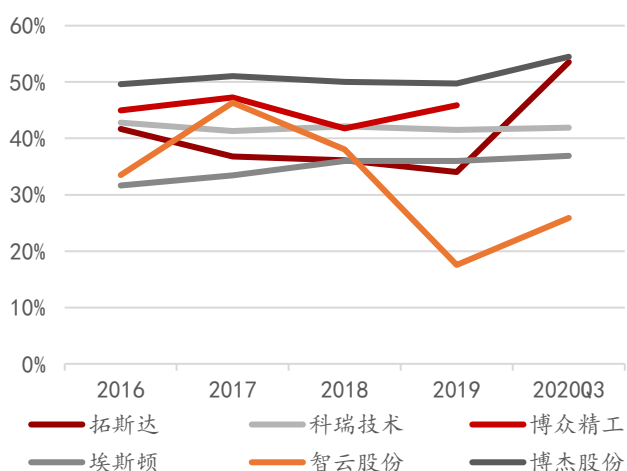
*2020年以前合同负债数据采用当年预收款项金额

3.2 盈利能力较为稳定，费用管控能力强

与对标企业相比，拓斯达毛利率水平相对较低。2020年前三季度由于口罩机业务的爆发，拓斯达毛利率大幅提升，但总体来看公司的毛利率呈现稳中有降的趋势，在行业中处于较低的水平。分业务来看，公司的工业机器人应用及成套设备业务、注塑机配套设备及自动供料系统业务的毛利率稳定在40%左右，智能能源及环境管理系统（绿能）业务的毛利率较低，而绿能业务收入占比不断提升导致了公司毛利率水平相对较低。

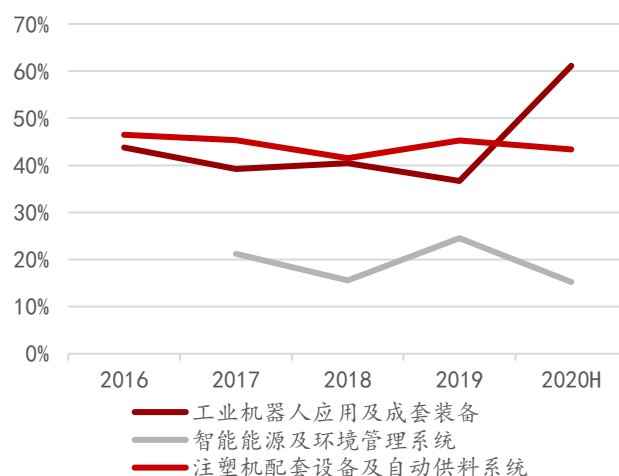
拓斯达净利率、ROE稳中有降。受毛利率下降的影响，2016-2019年公司净利率、ROE稳中有降。与对标企业相比，拓斯达净利率、ROE水平基本处于行业中上游水平，且波动性相对较小。

图表28：拓斯达与对标企业毛利率情况



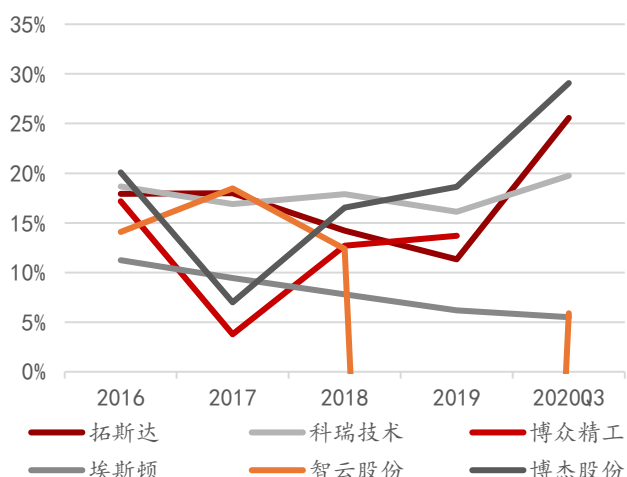
资料来源：wind，万联证券研究所

图表29：拓斯达毛利率情况（分业务板块）



资料来源：wind，万联证券研究所

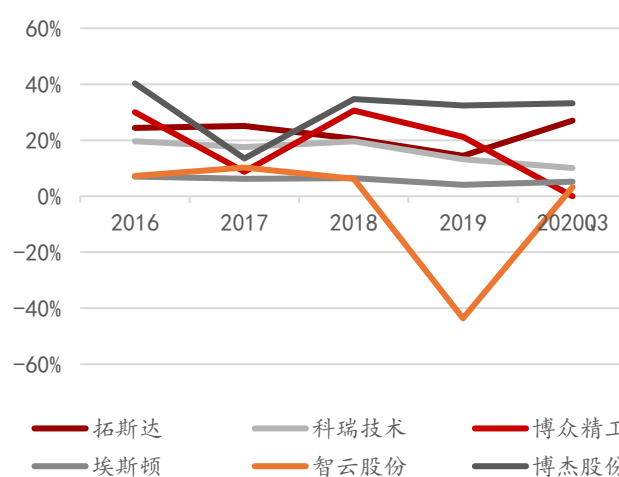
图表30：拓斯达与对标企业净利率情况



资料来源：wind，万联证券研究所

注：智云股份2019年净利率为-230%

图表31：拓斯达与对标企业ROE（平均）情况

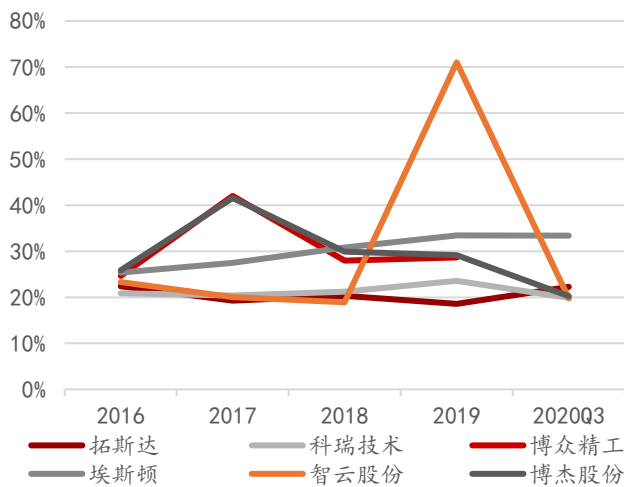


资料来源：wind，万联证券研究所

2016年以来，拓斯达的期间费用率稳定在20%左右，在行业中处于较低水平。具体来看，公司的销售费用率从2016年的14.2%下降至2019年的9.2%，2020年前三季度上升至11.7%，我们认为与公司实施平台化战略有关。2020年前三季度公司研发费用大幅

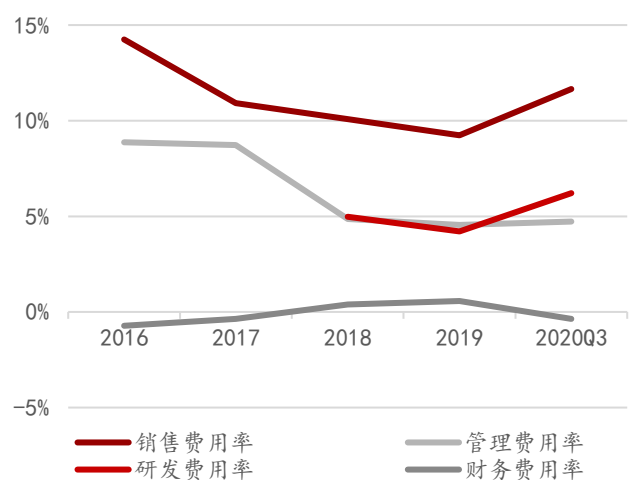
提升至1.26亿元，研发费用率上升至6.2%，主要系公司持续加大对工业机器人及底层技术的研发，以及对口罩机的研发投入所致。

图表32：拓斯达与对标企业期间费用率情况



资料来源：wind，万联证券研究所

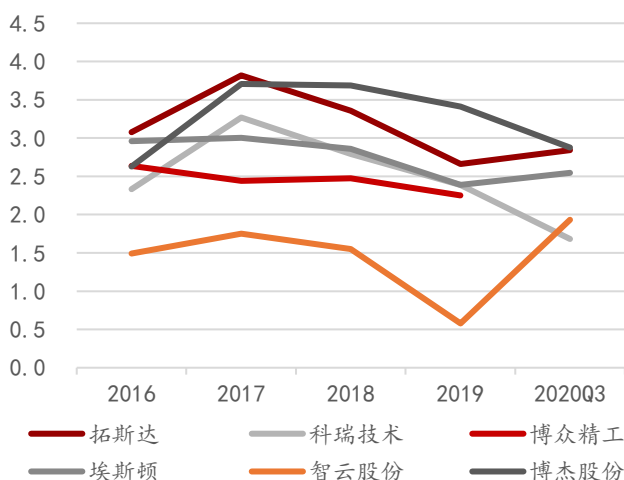
图表33：拓斯达期间费用率情况



资料来源：wind，万联证券研究所

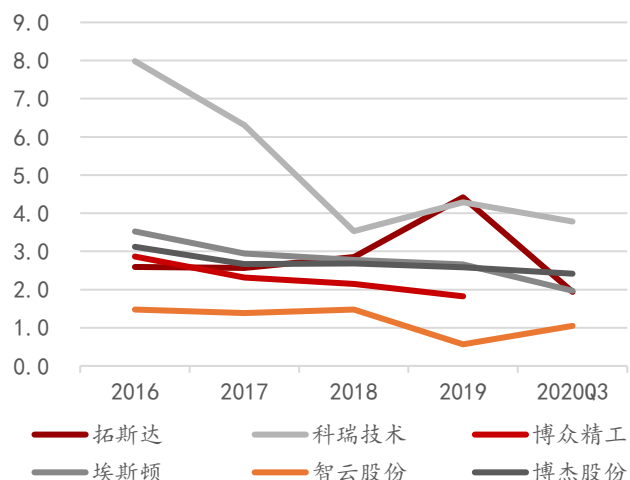
公司应收账款账龄结构一年为主，2019年1年以内应收账款占比为82.3%。2018-2019年随着行业景气度的下行，行业内各家企业的应收账款周转速度普遍下降，拓斯达的应收账款周转率也在2019年下降至2.66，但总体来看公司的周转速度高于行业平均水平。公司存货周转率在2019年大幅提升，主要原因系公司强化供应链体系建设，把库存控制目标纳入考核指标，相关库存余额有所下降。2020年第三季度公司存货周转率同比有所下降，主要系受新冠疫情影响，公司部分项目尚未完成交付所致。

图表34：拓斯达与对标企业应收账款周转率情况



资料来源：wind，万联证券研究所

图表35：拓斯达与对标企业存货周转率情况



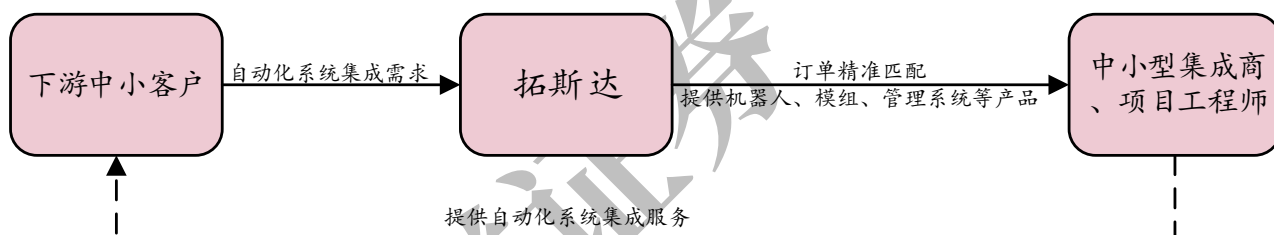
资料来源：wind，万联证券研究所

4、平台化战略：发力中小客户，聚焦硬件产品，掌握共性技术

4.1 向平台化迈进，产业链垂直打通、横向延伸

打造智能综合服务平台，聚焦硬件与共性技术。公司在多年的客户服务中发现，由于制造业的封闭特性，庞大的中小客户有大量的自动化需求找不到合适、匹配的集成商。针对这一行业痛点，拓斯达顺势提出平台化战略，以“研发团队+应用团队+优质集成商+高效项目执行+战略合作伙伴”的模式来共同服务客户：进行销售渠道的下沉，开发中小客户的订单；开发中小集成商，通过自身的平台化能力为中小型集成商提供订单精准匹配，对项目工程师进行定向赋能；为集成商提供硬件与共性技术，将项目管理软件、PLM系统、财务管理系统等提供给细分领域优秀集成商。

图表36：拓斯达平台化服务模式

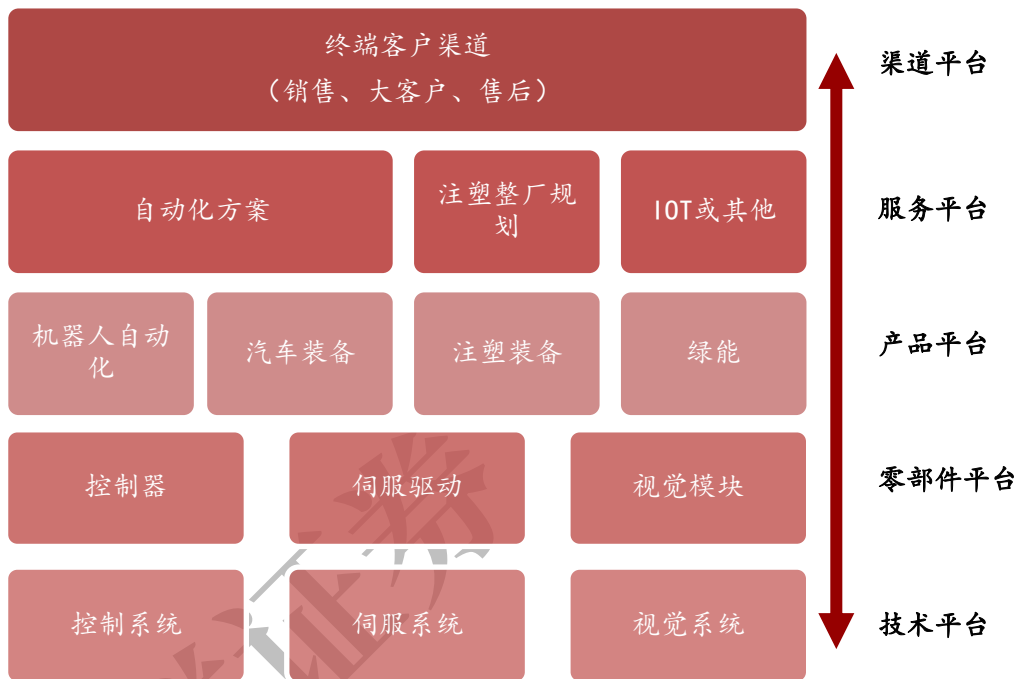


资料来源：万联证券研究所

产业平台层层赋能，产业链垂直打通、横向延伸。公司将通过底层核心技术来支撑零部件、产品的优势，通过自产产品来提升解决方案的竞争力，通过能够解决客户需求和痛点的解决方案构建渠道平台的优势。公司将通过对产业链的垂直打通，实现竞争优势的层层传导：

1. 针对客户的渠道平台。构建面对终端客户的渠道，了解公司的需求与痛点。2020年拓斯达在全国拥有43个办事处，累计成交客户突破10000家，已覆盖客户15万家中小企业，在行业内树立了良好的口碑和品牌形象。2021年公司将进一步加大渠道下沉力度，办事处有望增加到60个，目标在2021年成交客户15000家，新增覆盖客户15万家。
2. 解决方案服务平台。为客户提供人、机、料、空间、物流、工艺优化的一整套的解决方案，满足客户需求。
3. 产品平台。机器人、汽车装备、注塑装备、绿能都可以成为标准产品，标准产品的积淀是构建方案平台的优势要素。目前公司已自主研发了工业机器人、机械手和周边配套设备等产品，未来公司将向注塑机、五轴机床等领域拓展。
4. 核心零部件平台。控制器、伺服驱动，视觉模块属于未来智能装备都需要用到的通用技术。公司已实现了通讯模块、数据采集模块、控制系统等核心零部件的自主研发。
5. 核心技术平台。掌握控制系统、伺服系统、视觉系统等底层核心技术，以核心技术支撑产品。

图表37：打造渠道与核心技术双轮驱动的智能制造硬件平台



资料来源：拓斯达科技公众号，万联证券研究所

公司将通过产业链的垂直打通，逐渐实现横向的协同发展与延伸。在技术方面，控制系统、伺服系统、视觉系统是工业自动化产品的共性技术，公司未来有望通过底层技术的自主研发和横向扩展，以实现齐全的产品品类建设。在客户方面，同一个客户需要注塑机、机械手、辅机设备，也会对机器人、绿能、数控机床有需求，公司不同产品的客户群可以做到完全协同，实现产品的横向延伸。

扩产、并购、研发三管齐下，卡位注塑机、机器人、CNC。2019年11月公司向不特定对象发行股票，募集资金6.50亿元，投资于江苏拓斯达项目，以完善生产基地布局、扩充产能。2020年8月公司公布拟在东莞市建设生产基地，用于工业机器人、注塑机、CNC等设备的研发和制造，用地面积达196亩。除了投资扩产外，公司通过受让亿利达部分资产、(拟)收购埃弗米51%股份等方式加强公司在注塑机、CNC领域的技术实力；投资6.12亿用于研发及产业化项目，以提升公司底层技术实力，提高产品品质。公司积极进行扩产、并购、投资研发项目等动作，加速卡位注塑机、机器人、CNC三大标准化产品，为公司取得更加广阔的发展空间。

图表38：公司近期公布的重大投资

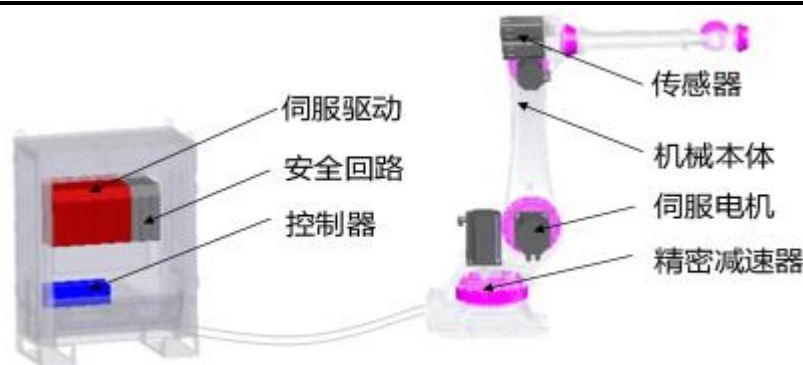
项目名称	项目类型	投资额	项目现状
江苏拓斯达项目	生产基地	8 亿元	至 2020 年 11 月底该项目已经完成主体结构的建筑施工
拓斯达智能设备总部基地项目	生产基地	用地面积约 196 亩，投资强度不低于每亩 1200 万元	目前达成初步意向，项目应于 2023 年 12 月前投产
研发及产业化项目	研发类	6.12 亿元	至 2020 年 11 月底该项目尚未开始建设

资料来源：公司公告，万联证券研究所

4.2 上游：掌握控制器、伺服系统、机器视觉三大核心技术

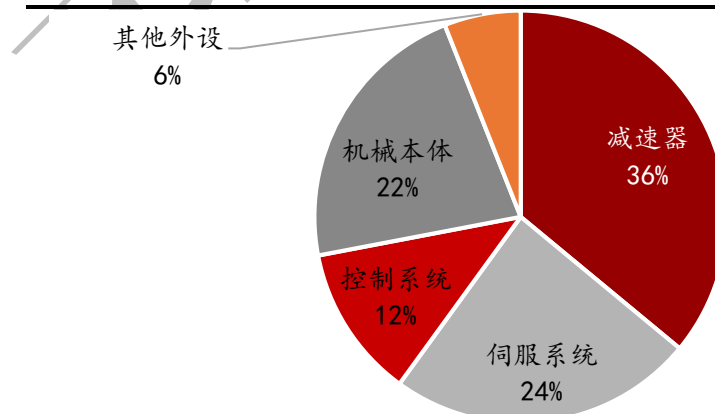
从结构上来看，工业机器人由控制系统、驱动系统和执行机构组成，分别对应控制器、伺服电机和减速器等核心零部件。根据中研普华统计的数据，在多轴工业机器人的成本构成中，减速器、伺服系统、控制系统这三大核心部件的占比分别为36%、24%、12%，是工业机器人中价值量最大的部分，其中精密减速器的通用性较强，且生产制造需要大量的工艺经验积累及设备投资，因此多由专业的减速器企业来生产。拓斯达布局的重点聚焦在控制器、伺服系统、机器视觉等底层共性技术领域。

图表39：工业机器人构成



资料来源：埃夫特招股说明书，万联证券研究所

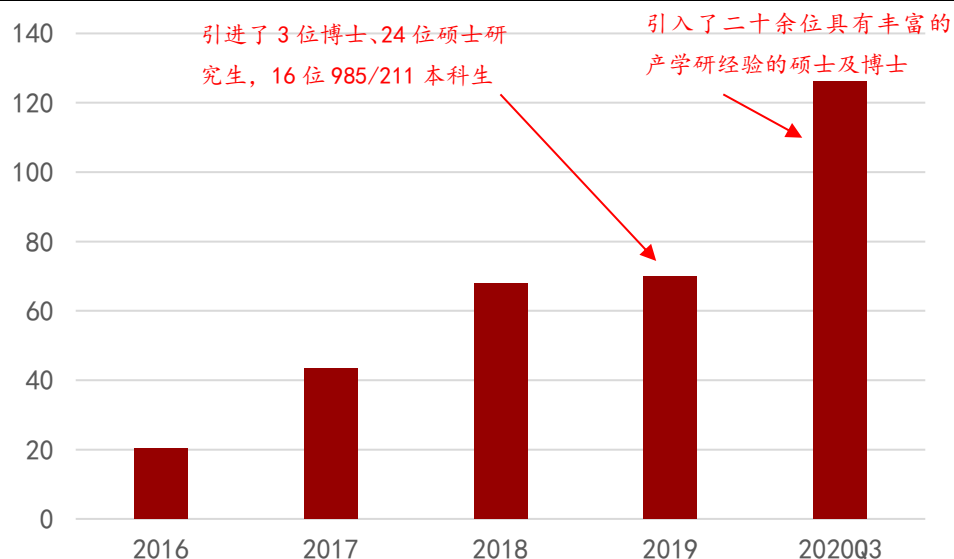
图表40：多轴工业机器人成本构成



资料来源：中研普华，万联证券研究所

公司不断加强对工业机器人及底层核心技术的研发，研发投入从2016年的2019万元持续提升2019年的6991万元，3年CAGR达到51.3%。公司在2019年引进了三位博士，分别在控制器、伺服驱动技术和AI的视觉技术上面加强厚度，开启了拓斯达底层技术的元年。2020年前三季度公司的研发投入达到1.26亿元，期间公司引入了二十余位具有丰富的产学研经验的硕士及博士，进一步夯实了公司的研发能力。

图表41：公司研发投入持续提升



资料来源：wind，万联证券研究所

经过多年的投入和布局，2019年公司控制器完全实现自主研发及生产，伺服系统、视觉系统也实现了软件及算法的自主研发，公司的机器人本体产品使用自有核心技术及自产核心零部件的比例超过60%。公司掌握底层技术，有利于公司为客户提供更加柔性化的解决方案，也有利于公司结合应用场景，开发出平台化的产品。2019年7月，公司推出了采用自主研发控制系统、伺服驱动、视觉算法的“拓星辰I号”机器人，产品采用驱控一体芯片，体积相比同类缩小20%，循环时间为0.38s，重复定位精度 $\pm 0.01\text{mm}$ ，产品已达到国际水平。

图表42：拓星辰I号SCARA机器人



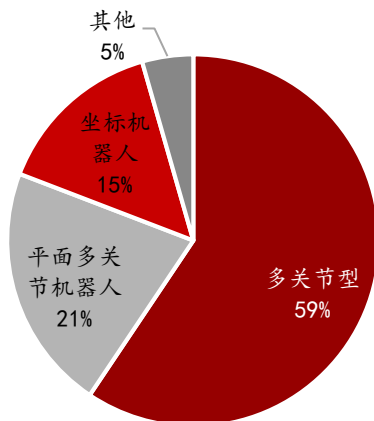
资料来源：高工机器人网，万联证券研究所

4.3 中游：卡位工业机器人、注塑机、CNC三大标准化产品

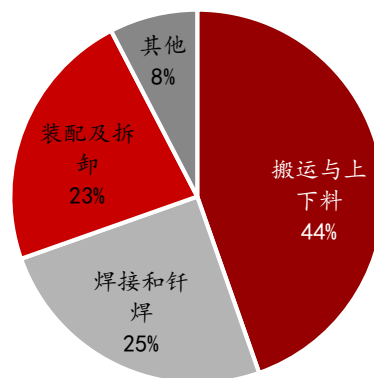
4.3.1 工业机器人优势初显，自制率接近50%

工业机器人是自动化的核心装备。按照按机械结构类型，工业机器人可分为多关节机器人、平面多关节机器人、坐标机器人、圆柱坐标机器人、并联机器人、工厂用物流机器人（AGV）等。根据CRIA的数据，2018年多关节机器人、平面多关节机器人、坐标机器人在国内市场的占有率分别为59.4%、21.4%、14.74%，是国内市场应用最广的机型；搬运与上下料、焊接和钎焊、装配及拆卸在国内市场的占有率分别为44.6%、25.0%、22.8%，是国内工业机器人的主要应用领域。

图表43：中国工业机器人市场机型占比



图表44：中国工业机器人市场应用领域占比

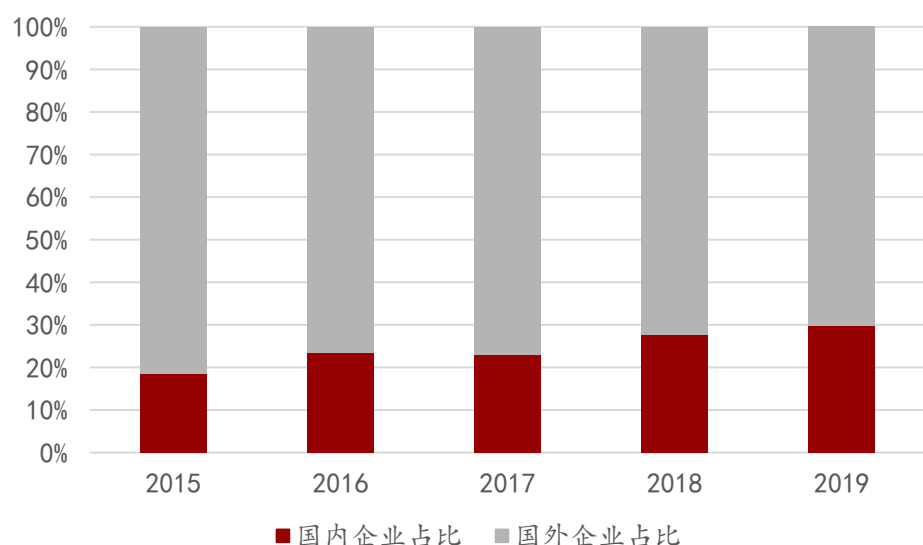


资料来源：CRIA，IFR，万联证券研究所

资料来源：CRIA，IFR，万联证券研究所

与核心零部件相比，工业机器人本体制造的技术难度相对较低，但高端应用市场依然几乎被“四大家族”所垄断。2019年国产机器人本体的市场份额为29.7%，主要集中于中低端市场，市场占有率整体呈现逐年提升的趋势。

图表45：中国工业机器人内外资占比



资料来源：公司公告，MIR，万联证券研究所

公司的工业机器人本体包括六轴多关节机器人、SCARA机器人、并联机器人、直角坐标机器人等系列，产品型号较为齐全，能够全面覆盖下游客户对通用型自动化升级改造

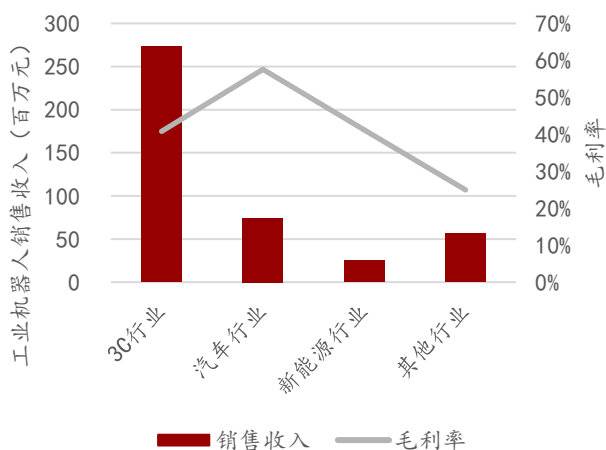
造的需求。2019年公司自制机器人本体销售收入达到4.29亿元(YoY+19.9%)，毛利率为41.6%；销量达到9436台，呈逐年上升趋势，产销率超过100%。2019年公司系统集成应用方面的机器人本体自制率达到了46.2%，预计2020年自制机器人的比例有望超过50%。

图表46：拓斯达主要工业机器人产品类型及应用领域

图片				
机型	六轴机器人	SCARA机器人	并联机器人	直角坐标机器人
特点	额定负载5~220kg，重复定位精度±0.02~0.2。	额定负载1~15kg，重复定位精度可达±0.015。	额定负载3~15kg，重复定位精度±0.01。	—
主要用途	组装、搬运、点胶、上下料、焊接、打磨、冲压、码垛、喷涂	组装、搬运、点胶、上下料、焊接、打磨	食品、药品、日化、3C、物流、仓储、烟草等行业的快速分拣	应用于75-1300吨的各型卧式射出成型机，应用于外观及精度要求较高的成品及水口取出

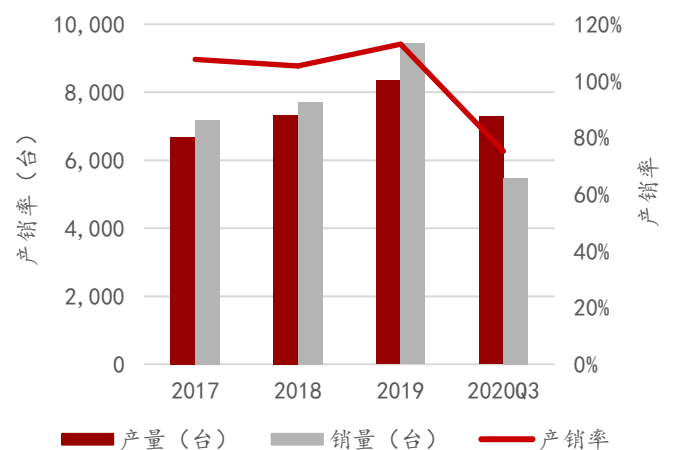
资料来源：公司公告，公司官网，万联证券研究所

图表47：2019年公司工业机器人销售收入及毛利率



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表48：公司工业机器人单机产销量

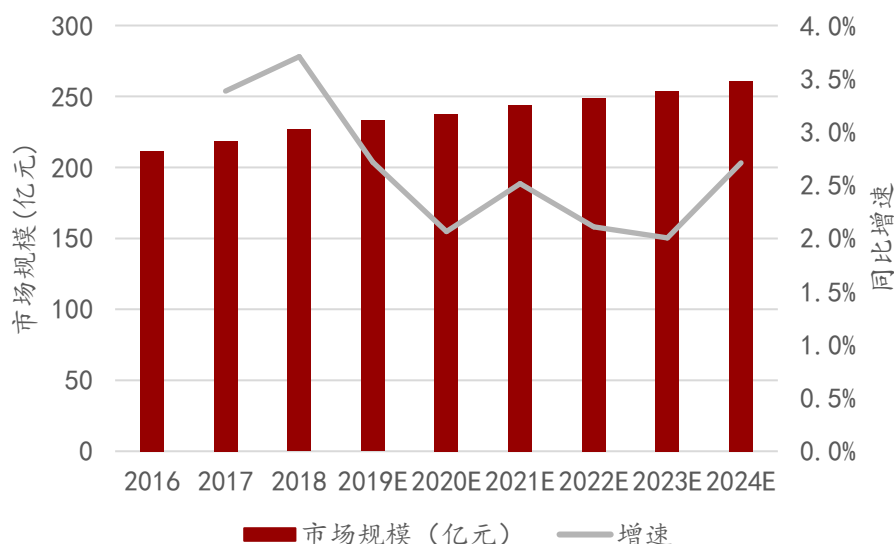


资料来源：公司公告，万联证券研究所

4.3.2 2021年有望成为注塑机业务爆发元年

注塑成型设备市场空间约250亿，预计未来将保持低速稳定增长。根据中国塑料机械工业协会统计，2018年我国注塑成型装备行业需求量为8.8万台，市场规模达到226.86亿元，同比增长3.7%，预计2019年达到233.02亿元。2019-2024年，预计我国注塑成型装备市场规模将保持2%-3%的低速增长。

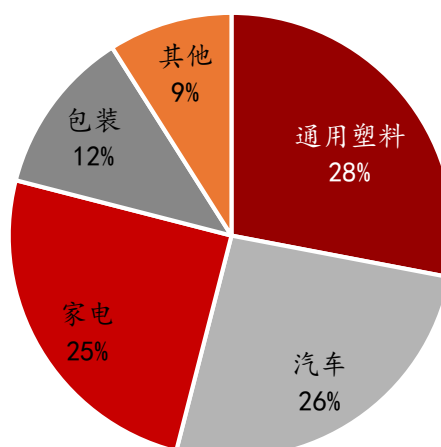
图表49：注塑成型设备市场空间约250亿



资料来源：中国塑料机械工业协会，博创智能招股说明书，万联证券研究所

注塑成型装备的下游应用领域主要包括家用电器、汽车、建材、医疗、家居、3C、包装材料及其他塑料制品行业。根据中国塑料机械工业年鉴，我国注塑设备主要应用于家电、汽车及通用塑料领域。广阔的下游应用领域为行业的稳定增长提供保障，此外汽车轻量化、3C产品快速迭代等下游发展趋势促进了注塑机行业不断创新展。

图表50：2019年公司工业机器人销售收入及毛利率

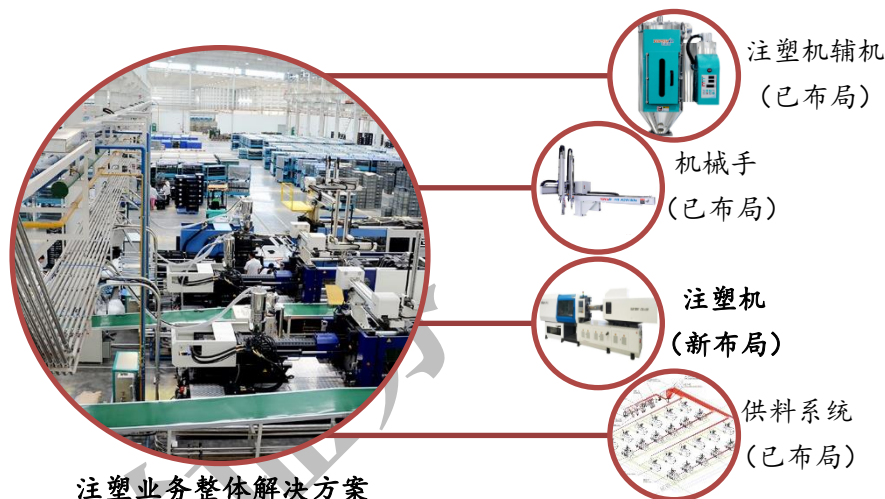


资料来源：《中国塑料机械工业年鉴》，立鼎产业研究网，万联证券研究所

拓斯达以注塑机辅机产品起家，并逐步延伸至机械手、自动供料系统等注塑领域相关产品。2020年公司进一步拓宽注塑领域产品线，受让注塑机品牌亿利达相关部分资

产，同时组建自有研发团队，开启注塑机主机的业务线。经过多年的深耕，公司在注塑机配套设备市场已形成较高的市场份额，积累了大量注塑企业客。公司的注塑机主机产品有望与注塑辅机、机械手及自动供料系统等业务形成协同，借助公司既有的渠道优势实现快速放量，我们认为2021年有望成为拓斯达注塑机业务的爆发元年。

图表51：2019年公司工业机器人销售收入及毛利率



资料来源：公司公告，公司官网，万联证券研究所

4.3.3 拟并购埃弗米，切入高端数控机床领域

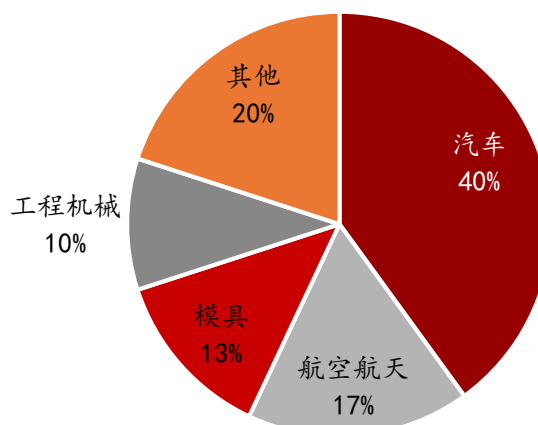
数控机床可分为加工中心（多轴联动、柔性加工单元）、金属切削（车削、铣削、镗、钻、磨等）、特种加工（电火花线切割机床、电火花成型机床等）、成形机床（压力机、剪板机、折弯机等）以及其他产品。作为工业母机，数控机的用途十分广泛，下游客户分散在汽车、电子、工程机械、船舶、石化、军工等各类制造业。

图表52：数控机床产业链



资料来源：国盛智科招股说明书，万联证券研究所

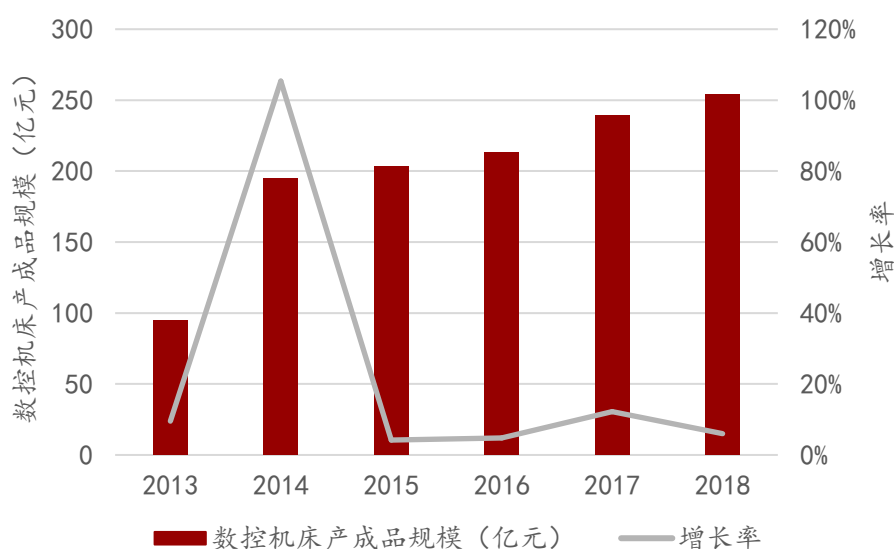
图表53：2018年数控机床下游行业消费占比



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

我国机床市场规模超千亿，高端数控机床国产化率不及10%。我国是全球机床第一大国，根据CMTBA数据，2019年中国机床消费额为223亿美元，占全球的27.2%；中国机床产值为194.2亿美元，占全球的23.1%。在数控机床领域，2018年我国数控机床产成品规模达到254亿元。我国数控机床规模庞大，但高档数控机床国产化率不足10%，高端机床仍然受制于人。根据海关总署数据，2020年1-10月我国卧式、立式、其他数控车床的进口单价分别为85.8万元、186.9万元、151.2万元，分别是当期出口单价的4.6倍、3.2倍、18.1倍。数控机床进出口价格差距悬殊，反映出我国机床行业“大而不强”。

图表54：2013-2018年中国数控机床行业产成品规模



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

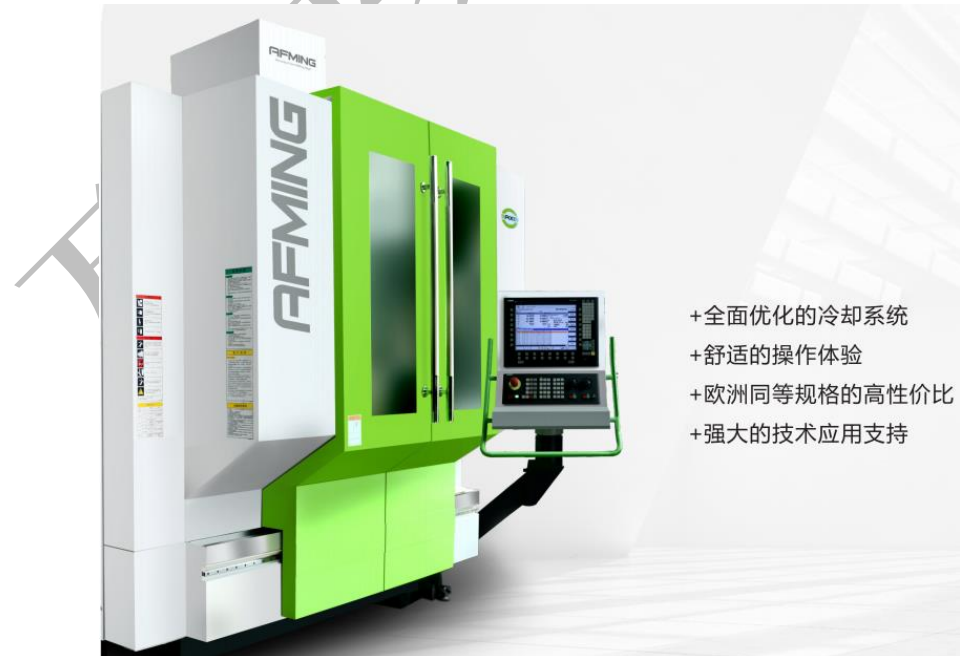
图表55：2020年1-10月中国部分数控机床产品进出口数据

商品名称	进口数量（台）	进口单价（万元）	出口数量（台）	出口单价（万元）
数控卧式车床	2099	85.8	6128	18.7
数控立式车床	469	186.9	393	59.0
其他数控车床	21	151.2	650	8.3

资料来源：海关总署，万联证券研究所

拓斯达于2020年11月发布公告，拟使用自有资金或自筹资金约1.3亿元受让埃弗米原股东部分股权及认购新增注册资本，合计持有埃弗米51%的股份。埃弗米成立于2015年，其创始人深耕机床行业20余年，有着扎实的专业技术沉淀。埃弗米专注于五轴CNC技术，主要产品包括五轴联动机床、石墨加工中心、高速加工中心、磨床等数控机床，合作客户包括航空航天、汽车、医疗、军工、精密模具与机械零件加工等行业对龙头企业。公司拟通过收购埃弗米进入高端数控机床领域，未来有望与工业机器人、注塑机形成底层技术与下游客户的协同，实现产品的快速放量。

图表56：埃弗米五轴联动加工中心



资料来源：埃弗米官网，万联证券研究所

5、盈利预测与评级

5.1 业务拆分及盈利预测

关键假设

1. 营业收入：

- (1) **工业机器人及自动化应用系统（含CNC）**：预计2020年第四季度口罩机收入下降，全年口罩机收入为12.97亿元，2021年、2022年公司口罩机收入基本为0；2020年下半年开始公司原有主要业务快速恢复，预计全年原有工业机器人及自动化应用系统业务实现营业收入5.68亿元；2021、2022年在行业持续景气、平台化战略推进的背景下，公司原有工业机器人及自动化应用系统业务延续高速增长，CNC新产品逐步放量。总体来看，我们预计2020、2021、2022年公司工业机器人及自动化应用系统业务分别实现营业收入18.65亿元、15.29亿元、20.32亿元。
- (2) **注塑机及其配套设备、自动供料系统**：一方面，公司注塑机配套设备、自动供料系统自2020年下半年开始快速恢复，另一方面，公司注塑机产品完成突破，2021、2022年有望成为注塑机的爆发之年。我们预计2020、2021、2022年公司注塑机及其配套设备、自动供料系统业务分别实现营业收入2.75亿元、6.36亿元、7.48亿元。
- (3) **智能能源及环境管理系统（绿能）**：受疫情因素影响，2020年公司绿能项目交付能力下降，但在手订单充足。2021年全球疫情缓解后预计公司项目交付恢复正常，绿能业务恢复快速增长。我们预计2020、2021、2022年公司绿能业务分别实现营业收入5.13亿元、8.46亿元、11.00亿元。
- (4) **其他业务**：我们预计公司其他业务增长稳定，2020、2021、2022年分别实现营业收入4518万元、5196万元、5975万元。

2. 毛利率：

- (1) **工业机器人及自动化应用系统（含CNC）**：2020年受高毛利率的口罩机产品大幅放量影响，预计公司工业机器人及自动化应用系统毛利率为57.3%。2021年口罩机业务影响消退，同时CNC产品放量初期毛利率较低，预计2021、2022年公司工业机器人及自动化应用系统毛利率分别下降至36.1%、35.8%。
- (2) **注塑机及其配套设备、自动供料系统**：我们预计公司注塑机配套设备、自动供料系统业务毛利率保持稳定，但注塑机主机产品放量初期毛利率较低。因此我们预计2020、2021、2022年公司注塑机及其配套设备、自动供料系统毛利率分别为38.6%、36.2%、36.7%。
- (3) **智能能源及环境管理系统（绿能）**：受疫情因素影响，我们预计2020年公司绿能项目毛利率下降至17%，2021、2022年毛利率恢复至24%。
- (4) **其他业务**：我们预计2020、2021、2022年公司其他业务毛利率稳定在42%。

业务拆分及盈利预测

图表57：拓斯达业务拆分及盈利预测（单位：百万元）

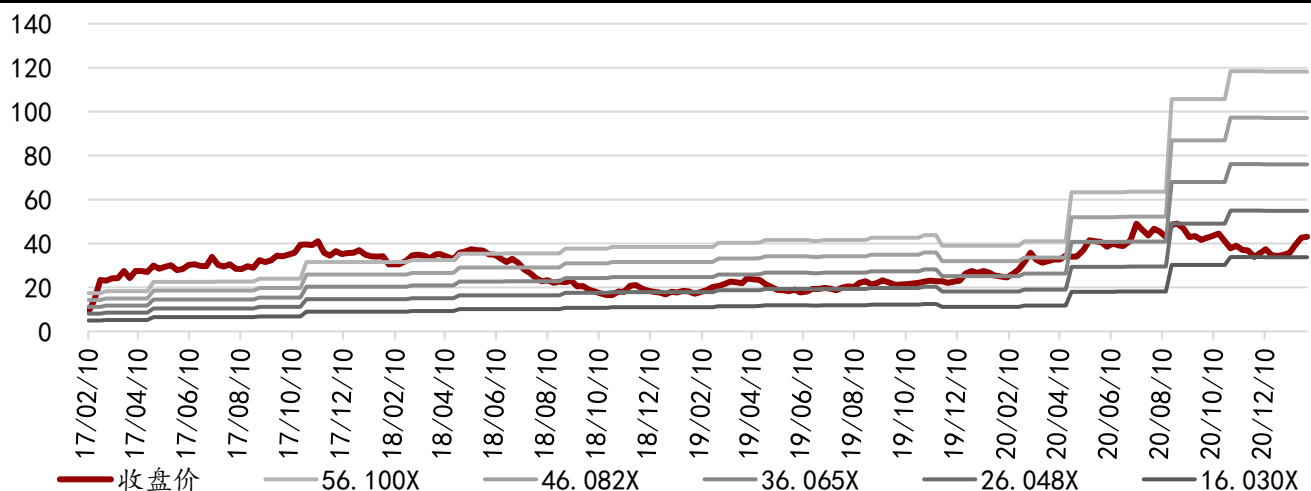
产品系列	项目	2019	2020E	2021E	2022E
工业机器人及自动化应用系统（含CNC）	收入	800.2	1864.6	1529.2	2031.5
	收入增速	13.4%	133.0%	-18.0%	32.9%
	成本	506.7	797.0	976.4	1304.8
	毛利率	36.7%	57.3%	36.1%	35.8%
注塑机及其配套设备、自动供料系统	收入	260.9	274.8	636.3	747.6
	收入增速	13.8%	5.3%	131.6%	17.5%
	成本	142.8	168.7	405.8	473.1
	毛利率	45.3%	38.6%	36.2%	36.7%
智能能源及环境管理系统	收入	560.4	512.8	846.0	1099.9
	收入增速	137.90%	-8.5%	65.0%	30.0%
	成本	422.9	425.6	643.0	835.9
	毛利率	24.5%	17.0%	24.0%	24.0%
其他	收入	38.95	45.18	51.96	59.75
	收入增速	39.6%	16.0%	15.0%	15.0%
	成本	22.9	26.2	30.1	34.7
	毛利率	41.3%	42.0%	42.0%	42.0%
合计	收入	1660.4	2697.3	3063.5	3938.7
	收入增速	38.6%	62.5%	13.6%	28.6%
	成本	1095.2	1417.5	2055.4	2648.4
	毛利率	34.0%	47.4%	32.9%	32.8%

资料来源：wind，公司公告，万联证券研究所

5.2 估值与评级

我们预计，公司2020/2021/2022年营业收入分别为26.97/30.63/39.39亿元，综合毛利率分别为47.4%/32.9%/32.8%，归母净利润分别为5.33/4.10/5.26亿元，对应的EPS分别为2.00/1.54/1.98，对应的PE分别为20.8X、27.0X、21.0X。对比公司上市以来估值情况，公司2020/2021/2022年PE均位于历史低位水平。

图表58：拓斯达历史PE情况



资料来源：wind，万联证券研究所

公司主要产品为工业机器人及系统集成、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，同时向注塑机主机、CNC领域拓展延伸。我们选择埃斯顿、机器人、博实股份、博杰股份、科瑞技术、赛腾股份、快克股份与公司估值情况进行对比。2020、2021、2022年可比公司PE平均值分别为59.4X、40.8X、31.4X，中值分别为37.2X、28.3X、23.2X。

图表59：可比上市公司估值情况

公司代码	公司简称	收盘价	市值	PE			
				TTM	2020E	2021E	2022E
002747.SZ	埃斯顿	35.05	294.51	313.85	214.24	128.62	88.71
300024.SZ	机器人	11.24	175.37	125.00	57.70	50.25	42.66
002698.SZ	博实股份	12.86	131.50	33.95	30.89	23.30	18.26
002975.SZ	博杰股份	92.90	129.07	39.79	43.62	29.18	21.32
002957.SZ	科瑞技术	18.35	75.57	25.75	25.13	19.87	21.84
603283.SH	赛腾股份	27.57	49.42	27.25	23.42	17.04	12.64
603203.SH	快克股份	25.43	39.81	22.32	20.57	17.38	14.58
平均值				83.99	59.37	40.80	31.43
中值				51.15	37.24	28.26	23.25
300607.SZ	拓斯达	41.56		19.71	20.76	26.98	21.02

资料来源：wind，万联证券研究所

注：数据截止至2021/2/3，2020、2021、2022年可比上市公司PE采用wind一致预期中值

国内通用自动化产品及系统集成领域上市公司的估值水平分化明显，成长性较强的行业龙头埃斯顿的PE水平远高于行业平均。考虑到拓斯达原有主营业务成长性良好、注塑机及CNC产品产业化前景广阔、施行平台化战略打破成长天花板，我们认为拓斯达未来三年（2020-2022年）净利润CAGR将达到40%以上，给予拓斯达2021年35倍-40倍PE，对应的目标价为53.9元-61.6元，具备30%-48%上涨空间。首次覆盖给予“买入”评级。

6、风险提示

行业景气度下行风险：公司主要产品为工业机器人及系统集成、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，下游应用领域包括3C、新能源、汽车零部件制造、5G、光电、家用电器等。若下游行业固定资产投资节奏放缓，相关自动化产品需求下降，则公司销售收入可能会出现下滑。

新产品市场开拓不及预期风险：公司向注塑机主机、CNC领域发展，新产品目标客户与公司原有客户高度重叠，有利于公司进行市场开拓。但注塑机主机、CNC行业较为成熟，竞争相对激烈，公司新产品的市场推广存在不确定性。

平台化战略推进不及预期风险：公司平台化战略在推广初期需要进行销售渠道的下沉和中小集成商的开拓，存在一定的前期投入。若平台化战略推进进程不及预期，则会对公司的经营状况产生不利影响。

其他：市场竞争加剧风险、财务风险等。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,222	3,149	3,573	4,906	营业收入	1,660	2,697	3,063	3,939
货币资金	904	1,412	1,510	2,388	营业成本	1,095	1,418	2,055	2,648
应收票据及应收账款	830	791	1,334	1,715	营业税金及附加	13	27	25	33
其他应收款	14	19	25	32	销售费用	153	318	303	386
预付账款	56	113	123	159	管理费用	76	208	123	158
存货	207	583	450	580	研发费用	70	140	129	177
其他流动资产	211	231	131	31	财务费用	9	-24	-34	-51
非流动资产	446	588	1,560	1,547	资产减值损失	-12	0	0	0
长期股权投资	10	13	13	13	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	213	240	627	1,214	投资净收益	0	5	3	4
在建工程	26	126	626	26	资产处置收益	0	0	0	0
无形资产	62	62	62	62	营业利润	222	615	473	610
其他长期资产	136	148	233	233	营业外收入	1	7	7	7
资产总计	2,668	3,737	5,134	6,453	营业外支出	2	1	1	1
流动负债	860	1,376	1,434	1,731	利润总额	221	621	479	616
短期借款	152	120	150	150	所得税	33	88	69	88
应付票据及应付账款	513	591	892	1,134	净利润	188	533	411	528
预收账款	79	0	0	0	少数股东损益	1	0	1	1
其他流动负债	116	666	392	447	归属母公司净利润	187	533	410	526
非流动负债	132	165	123	118	EBITDA	273	600	442	550
长期借款	115	110	105	100	EPS (元)	0.70	2.00	1.54	1.98
应付债券	0	0	0	0	主要财务比率				
其他非流动负债	17	54	17	17	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	992	1,541	1,557	1,849	成长能力				
股本	148	266	266	266	营业收入	38.6%	62.5%	13.6%	28.6%
资本公积	999	988	1,658	1,658	营业利润	12.7%	177.3%	-23.0%	28.9%
留存收益	558	971	1,681	2,708	归属于母公司净利润	8.6%	185.6%	-23.0%	28.4%
归属母公司股东权益	1,672	2,193	3,573	4,599	获利能力				
少数股东权益	3	3	4	5	毛利率	34.0%	47.4%	32.9%	32.8%
负债和股东权益	2,668	3,737	5,134	6,453	净利率	11.3%	19.8%	13.4%	13.4%
现金流量表					ROE	11.2%	24.3%	11.5%	11.4%
单位: 百万元					ROIC	11.0%	20.7%	9.5%	9.4%
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力				
经营活动现金流	122	686	31	289	资产负债率	37.2%	41.2%	30.3%	28.7%
净利润	188	533	411	528	净负债比率	-37.3%	-53.3%	-34.7%	-46.2%
折旧摊销	20	14	14	14	流动比率	2.58	2.29	2.49	2.83
营运资金变动	-123	149	-399	-257	速动比率	2.28	1.78	2.09	2.41
其它	38	-10	5	4	营运能力				
投资活动现金流	-341	-151	-477	709	总资产周转率	0.62	0.72	0.60	0.61
资本支出	-41	-135	-575	605	应收账款周转率	2.11	3.65	2.43	2.43
投资变动	-300	-23	100	100	存货周转率	5.29	2.43	4.56	4.56
其他	0	7	-2	4	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	563	-26	544	-120	每股收益	0.70	2.00	1.54	1.98
银行借款	193	-37	25	-5	每股经营现金流	0.46	2.58	0.12	1.09
债券融资	0	0	0	0	每股净资产	6.28	8.24	13.42	17.28
股权融资	647	118	0	0	估值比率				
其他	-277	-108	519	-115	P/E	59.29	20.76	26.98	21.02
现金净增加额	346	508	98	878	P/B	6.61	5.05	3.10	2.41
期初现金余额	344	904	1,412	1,510	EV/EBITDA	23.62	13.46	18.12	12.95
期末现金余额	689	1,412	1,510	2,388					

资料来源: WIND, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场