

短期因素压制盈利水平，公司将持续受益于自动化高景气

核心观点：

- **事件：**近日公司发布半年报，2021 年上半年公司实现营业收入 15.62 亿元，同比增长 33.17%；实现归母净利润 6289.24 万元，同比增长 2.03%；对应 EPS 为 0.07 元/股，与上年同期保持相同水平。其中第二季度实现营收 9.26 亿元，同比增长 29.84%；实现归母净利润 3019.16 万元，同比下滑 35.68%。
- **机器人本体增长较快，自动化市场高景气仍是未来趋势。**上半年，我国工业机器人累计产量增速达 64.6%，受益于国内工业机器人市场整体的强劲销售，公司机器人本体的销量收入同比增长 89%，其中六关节机器人出货量占机器人整体出货量的 85%。跟随行业高景气，公司自动化核心部件销售收入同比增长达 38%。报告期内，公司在机器人产品的性能、稳定性等方面进一步提升，得到新能源、3C、陶瓷、PCB 等行业头部客户的认可并批量应用，从控制器、伺服、电控系统到机器人本体和软件算法形成了机器人全产业链，品牌影响力不断扩大。随着我国人口结构变化、用劳成本增加等因素，自动化生产需求增加，工业机器人市场扩大，我们认为公司未来将持续受益于自动化市场的高景气。
- **原材料价格影响毛利率短期波动，加强管理提升经营效率。**报告期内，公司毛利率为 33.21%，同比下滑 3.64 个百分点，一方面由于上半年国产化进程中原材料与供应链波动较大，另一方面公司集中突破大客户，争取以一定的价格策略换取先发优势以及领先地位。同时，海外市场受疫情影响的波动导致了整合效应的延后，导致毛利率水平有所下降，我们认为多方面因素构成的短期波动有望逐步缓解。公司经营业绩逐年稳步提升，EBITDA 从去年同期 1.3 亿增长至 1.55 亿，同比增长 18.7%。未来通过提升管理水平，提升供应链与原材料的国产化率，我们认为公司抵御风险的能力将增强，盈利水平将持续提升。
- **不吝研发投入，夯实核心竞争力，进一步协同提升公司业绩。**上半年，公司研发投入达 1.35 亿元，同比增长 40.16%，在较高基数的基础上仍有较大幅度增长。公司坚持多年保持占销售收入 10% 的研发投入，着力构建具有核心竞争力的全球研发布局和多层级研发体系，坚持核心技术与供应链自主可控的发展理念。报告期内，公司发布了多款运控及机器人新产品，并购 Cloos 后，公司大力开拓市场，成立中德合作研发团队，针对中国市场进行应用研发，推动该传统优势业务的快速增长，协同效应进一步显现。我们认为公司持续大力投入研发，加大与技术领先企业合作力度，叠加公司通过外延并购吸纳消化的新技术，未来协同效应显现、新产品落地都将成为公司业绩提升的驱动力。
- **投资建议：**我们认为公司产品具备核心竞争力，着力投入研发，打造机器人全产业链，品牌影响力持续扩大。基于自动化市场的高景气度，我们预计 2021-2023 年可分别实现营业收入 32.71/41.25/51.10 亿元，实现归母净利润分别为 1.79/2.87/4.01 亿元，对应 EPS 分别为 0.21/0.33/0.46 元，对应 PE 为 147/93/67 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**自动化市场不及预期的风险，协同效应不及预期的风险。

埃斯顿 (002747.SZ)

推荐 (维持评级)

分析师

鲁佩

☎: (8621) 2025 7809

✉: lupei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521060001

范想想

☎: (8610) 8029 7663

✉: fanxiangxiang_yj@chinastock.com.cn

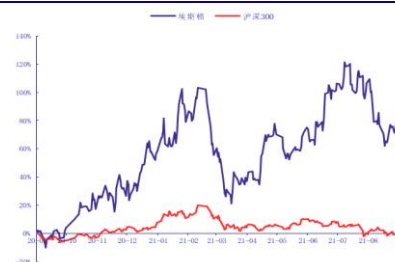
分析师登记编码: S0130518090002

市场数据

2021/08/31

A 股收盘价(元)	30.83
A 股一年内最高价(元)	42.50
A 股一年内最低价(元)	16.90
上证指数	3543.94
市盈率 (TTM)	186.00
总股本 (万股)	86,863.84
实际流通 A 股(万股)	74,049.6
限售的流通 A 股(万股)	12,814.17
流通 A 股市值(亿元)	228.30

相对沪深 300 表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

表 1: 公司主要财务指标预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
营收 (单位:亿元)	25.10	32.71	41.25	51.10
yoy	58.74%	30.32%	26.11%	23.88%
归母净利润 (单位:亿元)	1.28	1.79	2.87	4.01
yoy	103.97%	39.84%	60.34%	39.72%
EPS (单位:元)	0.15	0.21	0.33	0.46
P/E	195.57	146.81	93.42	67.02

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 2: 可比上市公司估值

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300024	机器人*	10.87	-0.25	0.10	0.22	0.25	136.78	106.67	49.45	44.28
300124	汇川技术*	71.02	1.22	1.25	1.61	2.12	88.93	58.05	43.79	33.87
300607	拓斯达	23.62	1.95	0.76	1.05	1.37	16.48	30.46	22.05	16.90
002747	埃斯顿	30.83	0.15	0.21	0.33	0.46	195.57	146.81	93.42	67.02
平均值(剔除公司)							80.73	65.06	38.43	31.68

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

*为 Wind 一致预期数据

分析师承诺及简介

本人承诺，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本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

鲁佩 机械组组长

伦敦政治经济学院经济学硕士，证券从业 7 年，曾供职于华创证券，2021 年加入中国银河证券研究院。2016 年新财富最佳分析师第五名，IAMAC 中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师第三名，2017 年新财富最佳分析师第六名，首届中国证券分析师金翼奖机械设备行业第一名，2019 年 WIND 金牌分析师第五名，2020 年中证报最佳分析师第五名，金牛奖客观量化最佳行业分析团队成员。

范想想 机械行业分析师

日本法政大学工学硕士，哈尔滨工业大学工学学士，2018 年加入银河证券研究院。曾获奖项包括日本第 14 届机器人大赛团体第一名，FPM 学术会议 Best Paper Award。曾为新财富机械军工团队成员。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 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。

谨慎推荐：指未来 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%。

中性：指未来 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。

回避：指未来 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。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河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，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn