

2021 年三季报点评：短期业绩承压，机器人本体业务表现亮眼

增持（维持）

2021 年 11 月 1 日

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号：S0600520090001
zhubb@dwzq.com.cn

事件：公司发布三季报，前三季度营收 23.02 亿元，同比+30.54%；归母净利润 8784.6 万元，同比+2.84%；扣非归母净利润 6338.8 亿元，同比-11.04%。

投资要点

■ 前三季度营收较快增长，机器人本体业务表现亮眼

2021 年前三季度公司营业收入维持较快增长态势，其中单季度来看，2021Q3 营业收入 7.40 亿元，同比+25.32%，环比-20.08%；归母净利润为 2495.38 万元，同比+4.94%，环比-17.35%。受同期双限影响，Q3 业绩环比 Q2 有所下降。

分业务来看：1) 自动化核心部件业务收入 6.47 亿元，同比+31.54%；2) 工业机器人及智能制造系统收入 16.55 亿元，同比+30.15%，主要得益于机器人本体业务的快速增长，系统集成业务收入同比-3.94%。拆分机器人本体业务，Cloos 及 Estun 机器人收入同比增长 40.86%，其中 Estun 机器人同比增长 62.44%，Cloos 机器人同比增长 34.13%。六关节机器人出货量占机器人整体出货量的 80%；同时 Cloos 整合效应明显，2021 年前三季度中国市场焊接机器人收入同比+267.56%。

■ 受疫情影响毛利率承压，Q3 单季有所改善

2021Q1-Q3 综合毛利率为 33.53%，同比-3.37pct；其中 Q3 单季度毛利率为 34.21%，环比+2.07pct，毛利率正在逐步改善，公司持续优化供应链管理、加快研发设计降本及国产化替代，进展顺利。Q3 受疫情影响，公司部分高毛利产品延迟收入确认约为 2000 万元，影响 Q3 毛利率 1.62pct。我们判断后续公司毛利率是否能够企稳回升的关键点在于：1) 海外疫情好转，海外高毛利业务进展顺利；2) 大客户战略进展顺利，达成稳定合作后产品价格回升。

2021Q1-Q3 净利率为 4.62%，同比-0.88pct，其中 2021Q3 单季度净利率为 4.32%，环比+0.18pct。前三季度公司期间费用率合计为 30.81%，同比-2.61pct，其中销售费用率为 8.77%，同比+0.45pct，主要系 Estun & Cloos 机器人营销渠道建设所致；管理费用率（含研发）为 21.01%，同比+0.64pct；财务费用率为 1.03%，同比-3.70pct，主要系报告期内汇率下降导致的未实现的汇兑收益所致。

前三季度经营性现金流净额为-8167.98 万元，同比-173.73%，主要系公司为后续订单进行材料储备发生的付款支出增加。

■ 高研发构筑壁垒，机器人龙头地位稳固

公司持续多年大力投入研发，保持高研发投入比例，2021Q1-Q3 研发费用率 8.17%，同比+0.16pct，在营收大幅增长的情况下仍实现同比正增长。通过大量的研发投入，公司在 TRIO 控制器、ESTUN 伺服产品和钣金折弯机器人等产品线均有新品推出，成功转化为新技术和新产品。

长期来看，公司立足于机器人黄金赛道，在人口红利逐渐消失的背景下，行业未来空间大。公司拥有“核心部件+本体+机器人集成应用的全产业链优势，国内机器人龙头地位稳固。

盈利预测与投资评级：考虑到原材料上涨、海外疫情等因素对公司业绩的压力，我们将公司 2021-2023 年归母净利润预测从 1.89/3.07/4.12 亿元下调至 1.4/3.0/4.3 亿元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 161/75/53 倍，维持“增持”评级。

风险提示：Cloos 协同效应不及预期，机器人行业需求不及预期。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 26.01 |
| 一年最低/最高价 | 21.15/42.50 |
| 市净率(倍) | 8.81 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 19,260.32 |

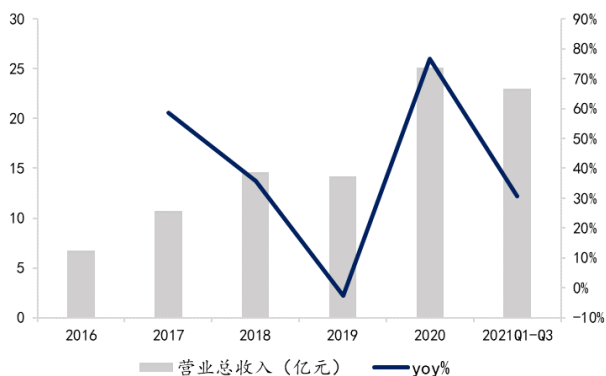
基础数据

| | |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元) | 2.95 |
| 资产负债率(%) | 59.12 |
| 总股本(百万股) | 868.64 |
| 流通 A 股(百万股) | 740.50 |

相关研究

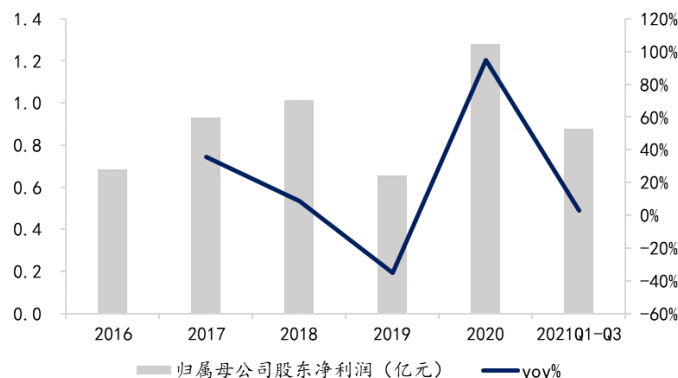
- 1、《埃斯顿 (002747)：2021 年中报点评：盈利水平略有波动，机器人龙头地位稳固》2021-08-31
- 2、《埃斯顿 (002747)：全生态产业平台助飞机器人龙头，并购 Cloos 协同效应已显》2021-06-22
- 3、《埃斯顿 (002747)：20 年报 & 21Q1 季报点评：业绩符合市场预期，工业机器人龙头起飞在即》2021-05-05

图 1: 2021Q1-Q3 营收 23.02 亿元, 同比+30.54%



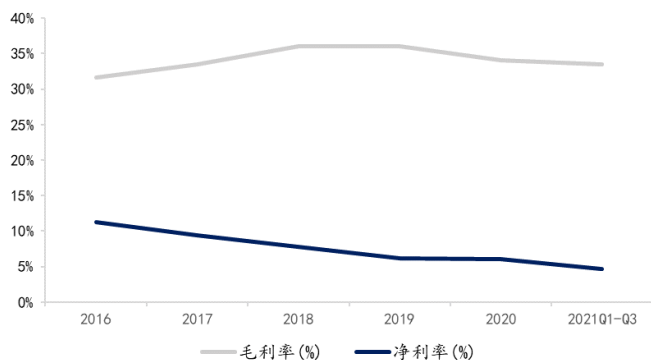
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 2021Q1-Q3 归母净利润 8784.6 万元, 同比+2.84%



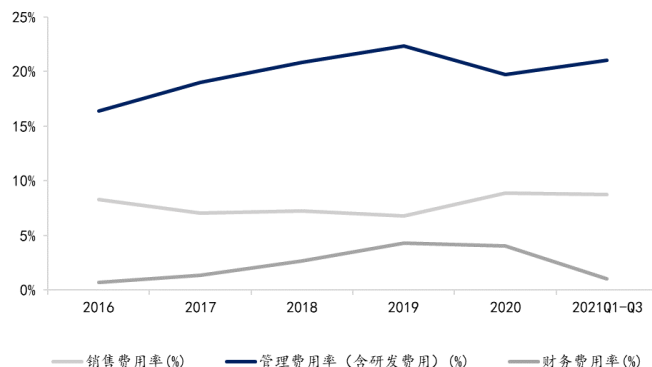
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 受疫情影响, 公司短期毛利率承压



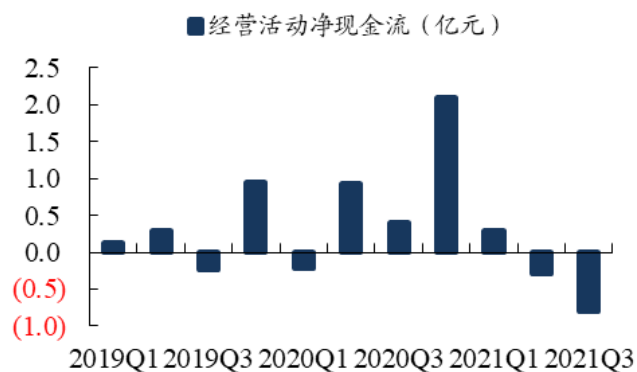
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021Q1-Q3 期间费用率为 30.81%, 同比-2.61pct



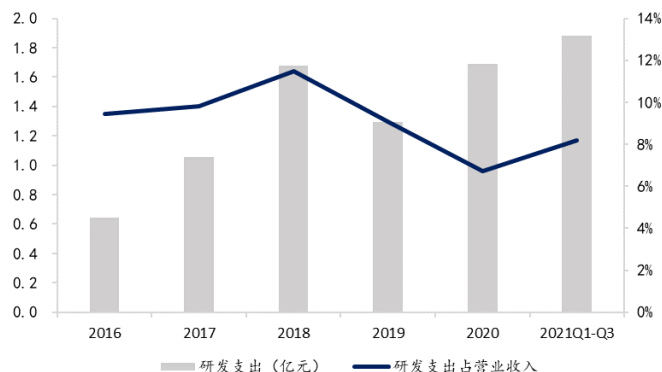
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2021Q1-Q3 经营性现金流净额为-8167.98 万元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 2021Q1-Q3 研发费用率为 8.17%, 同比+0.16pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

埃斯顿三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 2540 | 4169 | 4931 | 5786 | 营业收入 | 2510 | 3038 | 4383 | 5656 |
| 现金 | 610 | 1607 | 1255 | 1063 | 减: 营业成本 | 1654 | 2012 | 2845 | 3613 |
| 应收账款 | 739 | 1249 | 1801 | 2324 | 营业税金及附加 | 16 | 19 | 22 | 28 |
| 存货 | 638 | 717 | 1013 | 1287 | 营业费用 | 223 | 276 | 336 | 440 |
| 其他流动资产 | 552 | 597 | 862 | 1112 | 管理费用 | 495 | 662 | 813 | 1042 |
| 非流动资产 | 3145 | 2850 | 2875 | 2891 | 财务费用 | 101 | 33 | 89 | 98 |
| 长期股权投资 | 105 | 105 | 105 | 105 | 资产减值损失 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 540 | 691 | 768 | 816 | 加: 投资净收益 | 36 | 15 | 15 | 10 |
| 在建工程 | 177 | 83 | 55 | 46 | 其他收益 | 78 | 84 | 24 | 24 |
| 无形资产 | 475 | 451 | 427 | 404 | 营业利润 | 132 | 135 | 316 | 468 |
| 其他非流动资产 | 1671 | 1437 | 1465 | 1474 | 加: 营业外净收支 | 26 | 25 | 25 | 20 |
| 资产总计 | 5685 | 7019 | 7806 | 8677 | 利润总额 | 158 | 160 | 341 | 488 |
| 流动负债 | 2081 | 2433 | 3013 | 3588 | 减: 所得税费用 | 7 | 7 | 15 | 21 |
| 短期借款 | 912 | 912 | 912 | 912 | 少数股东损益 | 23 | 12 | 26 | 37 |
| 应付账款 | 522 | 662 | 935 | 1188 | 归属母公司净利润 | 128 | 140 | 300 | 430 |
| 其他流动负债 | 646 | 859 | 1165 | 1488 | EBIT | 164 | 92 | 391 | 556 |
| 非流动负债 | 1617 | 1718 | 1718 | 1718 | EBITDA | 259 | 188 | 501 | 678 |
| 长期借款 | 1099 | 1200 | 1200 | 1200 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 518 | 518 | 518 | 518 | | | | | |
| 负债合计 | 3697 | 4151 | 4731 | 5306 | 重要财务与估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 少数股东权益 | 248 | 261 | 287 | 324 | 每股收益 (元) | 0.15 | 0.16 | 0.35 | 0.49 |
| 归属母公司股东权益 | 1739 | 2608 | 2788 | 3046 | 每股净资产 (元) | 2.07 | 3.00 | 3.21 | 3.51 |
| 负债和股东权益 | 5685 | 7019 | 7806 | 8677 | 发行在外股份 (百万股) | 840 | 869 | 869 | 869 |
| | | | | | ROIC (%) | 6.2% | 2.3% | 9.3% | 11.5% |
| | | | | | ROE (%) | 7.4% | 5.4% | 10.8% | 14.1% |
| | | | | | 毛利率 (%) | 34.1% | 33.8% | 35.1% | 36.1% |
| | | | | | 销售净利率 (%) | 6.0% | 4.6% | 6.8% | 7.6% |
| | | | | | 资产负债率 (%) | 65.0% | 59.1% | 60.6% | 61.2% |
| | | | | | 收入增长率 (%) | 76.6% | 21.0% | 44.3% | 29.0% |
| | | | | | 净利润增长率 (%) | 94.8% | 9.6% | 113.8% | 43.1% |
| | | | | | P/E | 170.59 | 160.94 | 75.27 | 52.58 |
| | | | | | P/B | 12.57 | 8.66 | 8.10 | 7.42 |
| | | | | | EV/EBITDA | 66.55 | 141.88 | 54.58 | 41.14 |
| 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | | | | |
| 经营活动现金流 | 321 | 236 | -97 | 118 | | | | | |
| 投资活动现金流 | -325 | -69 | -135 | -138 | | | | | |
| 筹资活动现金流 | -123 | 830 | -120 | -172 | | | | | |
| 现金净增加额 | -112 | 997 | -352 | -192 | | | | | |
| 折旧和摊销 | 92 | 96 | 110 | 122 | | | | | |
| 资本开支 | -236 | -127 | -135 | -138 | | | | | |
| 营运资本变动 | -769 | -13 | -534 | -471 | | | | | |

数据来源: Wind, 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>