

埃斯顿 (002747)

2021 年报&2022 年一季报点评: Q1 略超市场预期, 国产机器人龙头有望迎盈利拐点

增持 (维持)

2022 年 04 月 29 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证书: S0600520090001
zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	3,020	4,149	5,284	6,442
同比	20%	37%	27%	22%
归属母公司净利润 (百万元)	122	260	393	549
同比	-5%	113%	51%	39%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.14	0.30	0.45	0.63
P/E (现价&最新股本摊薄)	105.56	49.48	32.75	23.48

投资要点

■ 紧抓新能源机遇, 2022Q1 业绩略超市场预期

2021 年公司实现营收 30.2 亿元, 同比+20.3%; 归母净利润 1.2 亿元, 同比-4.75%; 扣非归母净利润 0.7 亿元, 同比+9.7%。受益于机器人行业快速增长及公司自主品牌影响力的提升, 收入较快增长。分业务来看: ①工业机器人及智能制造系统: 2021 年收入 20.2 亿元, 同比+20.4%。Cloos 协同效应显著, 焊接机器人国内收入同比+153%; ②自动化核心部件及运动控制系统: 2021 年收入 9.98 亿元, 同比+20.1%。Q4 单季度实现营收 7.2 亿元, 同比-3.8%, 环比-2.9%; 归母净利润 0.34 亿元, 同比-19.9%, 环比+37.0%, 我们判断主要系 2021Q4 制造业受双限影响景气度下滑所致。2022Q1 实现营收 8.05 亿元, 同比+26.6%, 环比+12.0%; 归母净利润 0.60 亿元, 同比+83.7%, 环比+75.7%; 扣非归母净利润 0.25 亿元, 同比+12.2%, 业绩略超市场预期。尽管有疫情影响, 但公司紧抓新能源发展机遇, 持续获得龙头企业的较大订单。分业务来看, 自动化核心部件及运动控制系统业务收入 2.34 亿元, 同比+10.37%; 工业机器人及智能制造系统业务收入 5.71 亿元, 同比+34.70%。

截至 2022Q1 末公司存货为 8.80 亿元, 同比+23%; 合同负债为 2.10 亿元, 同比-28%, 2022Q1 机器人订单同比增长超过 50%。2022Q1 经营活动净现金流为-0.31 亿元, 较 2021Q1 下降较多, 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。

■ 工业机器人业务毛利率稳步提升, 布局新领域短期盈利承压

2021 年毛利率 32.5%, 同比-1.6pct, 分业务来看: ①工业机器人及智能制造系统: 毛利率 32.46%, 同比+0.15pct; ②自动化核心部件: 毛利率为 32.71%, 同比-5.09pct, 主要受到疫情、汇率, 以及电子元器件采购物流不畅等因素影响。目前公司已通过提价、国产替代等手段来消除影响。Q4 单季度毛利率 29.37%, 同比+1.8pct, 环比-4.8pct。2022Q1 毛利率 32.7%, 同比-1.7pct, 环比+3.4pct, 原因主要系: 1) 2021 年原材料大幅涨价; 2) 产品销售结构变化影响, 2021Q2 开始海外高毛利产品销售收入逐步降低。

2021 年销售净利率 5.2%, 同比-0.8pct。期间费用率为 29.2%, 同比-3.5pct。其中销售/管理 (含研发)、财务费用率分别同比+0.3/-0.7/-3.1pct。公司为构建 Cloos 中国同比增加费用约 2,000 万元, 攻克新能源行业累计投入约 4,000 万元, 虽然公司利润短期内受到影响, 但有利于公司长期战略的实现。我们判断, 随着原材料价格逐步趋稳, 机器人本体出货量提升, 规模效应进一步凸显后, 公司盈利能力将迎来上升期。

■ 持续加码研发, 国产工业机器人龙头地位稳固

2021 年公司持续加码研发, 研发支出合计 2.82 亿元, 占营业收入的比重为 9.33% (同比+1.21pct); 得益于公司高研发投入, 2021 年公司发布多款运动控制及机器人新产品, 包括全系列 ED3L 驱动器、8kg 的焊接机器人、45kg 折弯机器人等。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: 考虑到疫情影响, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 2.6 (下调 13%) / 3.9 (下调 9%) / 5.5 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 49/33/23 倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 宏观经济下滑风险、疫情影响风险、原材料价格波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.83
一年最低/最高价	12.49/41.90
市净率(倍)	4.91
流通 A 股市值(百万元)	11,589.19
总市值(百万元)	12,881.91

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.02
资产负债率(% ,LF)	59.66
总股本(百万股)	868.64
流通 A 股(百万股)	781.47

相关研究

《埃斯顿(002747): 2021 年三季报点评: 短期业绩承压, 机器人本体业务表现亮眼》

2021-11-01

《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

《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》

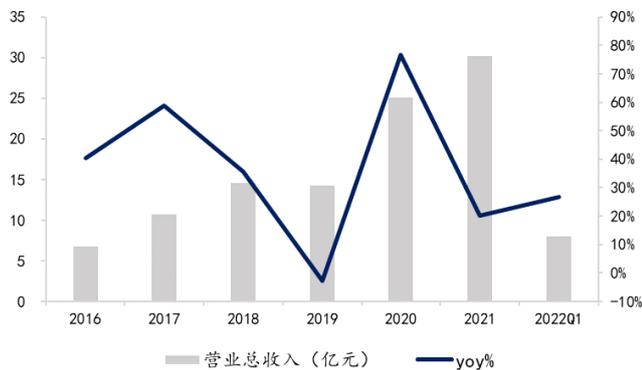
2021-06-22

1. 紧抓新能源机遇，2022Q1 业绩略超市场预期

2021 年公司实现营业收入 30.2 亿元，同比+20.3%；归母净利润 1.22 亿元，同比-4.75%；扣非归母净利润 0.67 亿元，同比+9.7%。受益于工业机器人行业的快速增长以及公司自主品牌影响力的提升，2021 年公司收入实现较快增长。

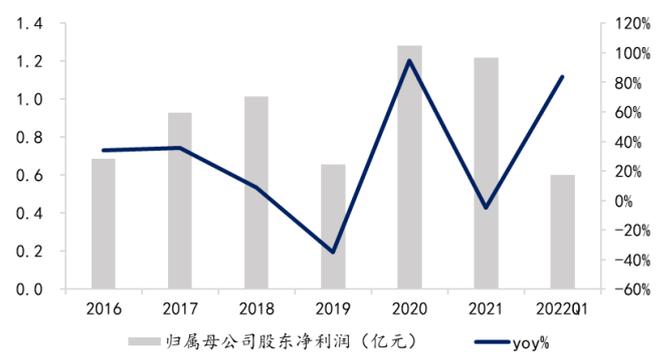
分业务来看：①**工业机器人及智能制造系统业务**：2021 年收入 20.23 亿元，同比+20.42%，占总营收比重为 66.97%。其中整合 Cloos 协同效应显著，2021 年焊接工业机器人业务在中国市场实现 153% 的高速增长；智能制造系统集成业务因公司战略重心转移收入同比-25.29%。分国内和海外市场来看，机器人本体国内市场收入同比增长 104.70%，受欧元汇率和疫情等因素影响，机器人本体海外市场收入同比增长 0.81%。②**自动化核心部件及运动控制系统业务**：2021 年收入为 9.98 亿元，同比+20.14%，占总营收比重为 33.03%，同时业务结构不断优化，运动控制解决方案和智能控制单元在大客应用中占比逐步增大。

图1：2021 年公司实现营业收入 30.2 亿元，同比+20.3%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2021 年公司归母净利润 1.22 亿元，同比-4.75%



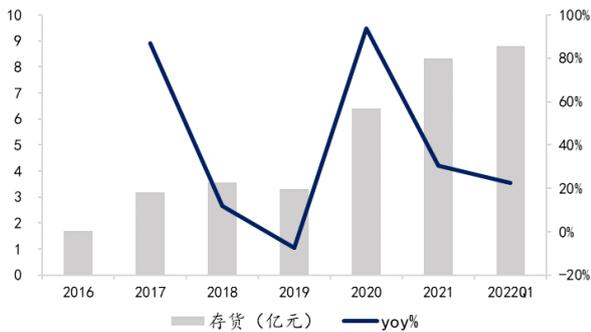
数据来源：Wind，东吴证券研究所

Q4 单季度来看，公司实现营业收入 7.19 亿元，同比-3.8%，环比-2.9%；归母净利润为 0.34 亿元，同比-19.9%，环比+37.0%。扣非归母净利润 0.038 亿元，同比+138.1%，我们判断主要系 2021Q4 制造业受双限影响景气度有所下滑所致。

2022Q1 公司实现营业收入 8.05 亿元，同比+26.6%，环比+12.0%；归母净利润 0.60 亿元，同比+83.7%，环比+75.7%；扣非归母净利润 0.246 亿元，同比+12.2%，环比+545.7%，业绩超市场预期。虽然疫情对公司业务造成一定影响，但公司紧抓新能源行业的发展机遇，持续获得龙头企业的较大订单并陆续交付。分业务来看，自动化核心部件及运动控制系统业务收入 2.34 亿元，同比+10.37%；工业机器人及智能制造系统业务收入 5.71 亿元，同比+34.70%；国内市场增长销售收入同比+41.74%。

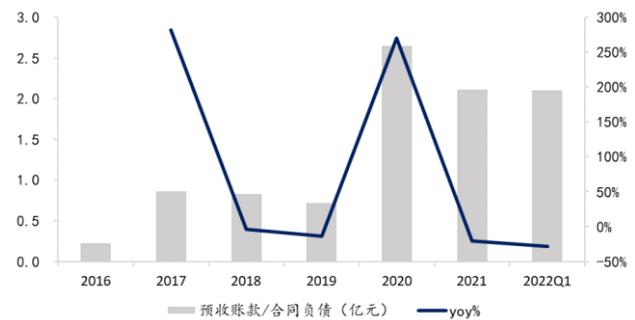
截至 2022Q1 末公司存货为 8.80 亿元，同比+23%；合同负债为 2.10 亿元，同比-28%，相较于 2021Q1 高基数略有下滑，目前公司在手订单仍较为饱满，2022Q1 机器人订单同比增长超过 50%。2022Q1 经营活动净现金流为-0.31 亿元，相较 2021Q1 的 0.29 亿元下降较多，主要系公司为后续订单进行材料储备发生的付款支出增加。

图3: 截至 2022Q1 末公司存货为 8.80 亿元，同比+23%



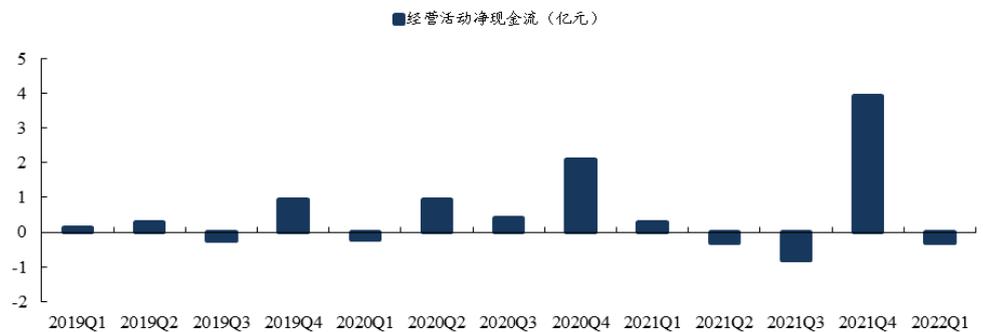
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 截至 2022Q1 末合同负债为 2.10 亿元，同比-28%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022Q1 经营活动净现金流为-0.31 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

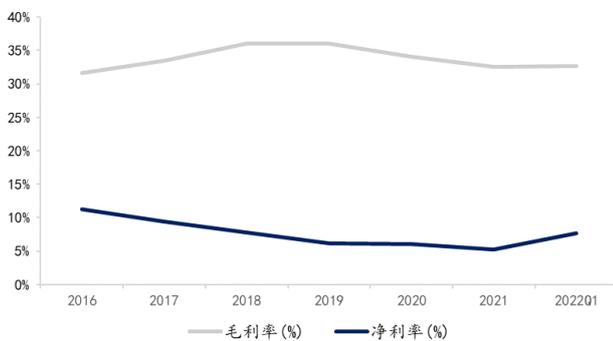
2. 工业机器人业务毛利率稳步提升，布局新领域短期盈利承压

2021 年公司销售毛利率为 32.54%，同比-1.6pct，主要系自动化核心零部件业务毛利率大幅下滑所致。分业务具体来看：①工业机器人及智能制造系统业务：销售毛利率达 32.46%，同比+0.15pct。2021 年公司针对工业机器人本体的研发设计、供应链管理、费用管控等降本方面效果显著，毛利率稳步提升；②自动化核心部件业务：销售毛利率为 32.71%，同比-5.09pct，主要受到疫情、英镑和欧元汇率，以及部分产品销售结构因

素的影响，此外部分电子元器件国外采购物流不畅也对毛利率产生较大影响。目前公司已通过提价、加大电子元器件国产替代等手段来消除上述因素的影响，自动化核心部件业务毛利率预计在 2022 年会逐步恢复原有水平。

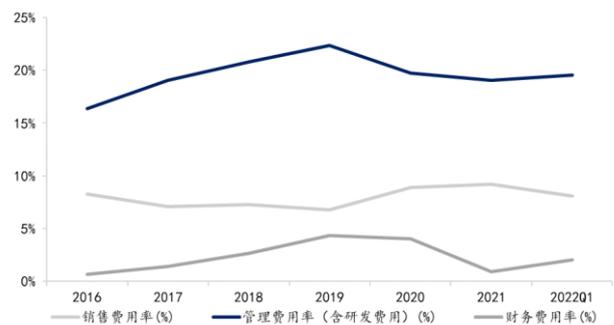
Q4 单季度来看，公司销售毛利率为 29.37%，同比+1.80pct，环比-4.84pct。2022Q1 公司销售毛利率为 32.74%，同比-1.72pct，环比 2021Q4 +3.37pct，环比 2021 全年+0.2pct。原因主要系：1) 2021 年原材料大幅涨价，目前仍维持高位；2) 产品销售结构变化影响，2021Q2 开始海外高毛利产品销售收入逐步降低。

图6：2021 年公司销售毛利率为 32.54%，同比-1.6pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2021 年公司期间费用率为 29.2%，同比-3.5pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2021 年公司销售净利率为 5.2%，同比-0.8pct。期间费用率为 29.2%，同比-3.5pct。其中销售费用率为 9.2%，同比+0.3pct，管理费用率（含研发）为 19.02%，同比-0.7pct，财务费用率为 0.9%，同比-3.1pct。Q4 单季度来看，公司销售净利率为 7.04%，同比-0.27pct，环比+2.72pct。公司为构建 Cloos 中国研发体系、销售网络和生产能力，同比增加费用约 2,000 万元，为攻克新能源行业累计投入约 4,000 万元，虽然公司利润短期内受到影响，但有利于公司长期战略的实现。同时持续推行精益化管理并取得成效，期间费用率逐步下降。

2022Q1 公司销售净利率为 7.63%，同比+1.96pct，环比+0.59pct；期间费用率为 29.7%，同比-2.2pct，其中销售费用率为 8.1%，同比-1.4pct；管理费用率（含研发）为 19.57%，同比-4.2pct；财务费用率为 2.0%，同比+3.4pct。

我们判断，随着原材料价格逐步趋稳，公司机器人本体出货量提升，规模效应进一步凸显后，公司盈利能力将迎来上升期。

3. 持续加码研发，机器人龙头地位稳固

2021 年公司持续加码研发，研发支出合计 2.82 亿元，占营业收入的比重为 9.33%（同比+1.21pct）；2022Q1 公司投入研发费用 0.49 亿元，占营业收入的比重为 6.0%（同比-0.6pct）。得益于公司高研发投入，2021 年公司发布多款运动控制及机器人新产品，包括全系列 ED3L 驱动器、EM3G 系列中惯量电机、8kg 的焊接机器人、45kg 折弯机器人、30/50kg 压铸机器人、600kg 六轴机器人、全新一代 50kg Scara 机器人，折弯专用离线编程软件、埃斯顿 Editor 通用机器人离线编程软件等。

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。

4. 盈利预测与投资评级

考虑到疫情影响，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 2.6（下调 13%）/3.9（下调 9%）/5.5 亿元，当前市值对应 PE 分别为 49/33/23 倍，维持“增持”评级。

5. 风险提示

宏观经济下滑风险、疫情影响风险、原材料价格波动风险。

埃斯顿三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,562	4,159	5,035	6,124	营业总收入	3,020	4,149	5,284	6,442
货币资金及交易性金融资产	1,329	1,262	1,450	1,777	营业成本(含金融类)	2,038	2,752	3,491	4,251
经营性应收款项	1,166	1,479	1,811	2,208	税金及附加	15	21	26	32
存货	834	1,056	1,339	1,631	销售费用	278	373	423	483
合同资产	98	207	264	322	管理费用	338	456	555	644
其他流动资产	136	155	171	187	研发费用	237	311	396	451
非流动资产	3,428	3,563	3,637	3,705	财务费用	28	0	0	0
长期股权投资	94	94	94	94	加:其他收益	49	54	69	84
固定资产及使用权资产	787	863	976	1,034	投资净收益	9	0	0	0
在建工程	47	97	47	47	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	499	509	519	529	减值损失	-15	0	0	0
商誉	1,486	1,486	1,486	1,486	资产处置收益	12	0	0	0
长期待摊费用	25	25	25	25	营业利润	145	289	462	664
其他非流动资产	491	491	491	491	营业外净收支	21	50	50	50
资产总计	6,990	7,723	8,672	9,829	利润总额	166	339	512	714
流动负债	2,558	2,965	3,423	3,894	减:所得税	9	14	20	29
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,207	1,207	1,207	1,207	净利润	157	325	492	686
经营性应付款项	671	875	1,109	1,351	减:少数股东损益	35	65	98	137
合同负债	211	275	349	425	归属母公司净利润	122	260	393	549
其他流动负债	469	609	758	911	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.14	0.30	0.45	0.63
非流动负债	1,550	1,550	1,550	1,550	EBIT	149	235	393	581
长期借款	1,037	1,037	1,037	1,037	EBITDA	261	319	490	683
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.54	33.67	33.95	34.01
租赁负债	63	63	63	63	归母净利率(%)	4.04	6.27	7.44	8.52
其他非流动负债	451	451	451	451	收入增长率(%)	20.33	37.36	27.37	21.92
负债合计	4,109	4,516	4,974	5,445	归母净利润增长率(%)	-4.75	113.33	51.08	39.50
归属母公司股东权益	2,589	2,850	3,243	3,792					
少数股东权益	292	357	455	593					
所有者权益合计	2,881	3,207	3,698	4,384					
负债和股东权益	6,990	7,723	8,672	9,829					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	312	103	308	447	每股净资产(元)	2.98	3.28	3.73	4.36
投资活动现金流	-707	-170	-120	-120	最新发行在外股份(百万股)	869	869	869	869
筹资活动现金流	495	0	0	0	ROIC(%)	3.06	4.22	6.56	8.78
现金净增加额	71	-67	188	327	ROE-摊薄(%)	4.71	9.14	12.13	14.47
折旧和摊销	112	84	97	102	资产负债率(%)	58.78	58.48	57.35	55.39
资本开支	-94	-170	-120	-120	P/E(现价&最新股本摊薄)	105.56	49.48	32.75	23.48
营运资本变动	91	-377	-363	-429	P/B(现价)	4.98	4.52	3.97	3.40

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

