

增持

埃斯顿 (002747.SZ)

长期激励计划彰显发展信心，看好国产机器人龙头成长潜力

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 机械设备 · 自动化设备

◆ 投资评级: 增持(维持评级)

证券分析师: 吴双 0755-81981362 wushuang2@guosen.com.cn
联系人: 田丰 0755-81982706 tianfeng1@guosen.com.cn

执证编码: S0980519120001

事项:

2022年7月8日, 公司发布长期激励计划草案。此长期激励计划存续期为10年, 存续期内公司将不定期推行激励子计划。根据公司公告, 现阶段公司经营目标是在2025年度能实现销售收入100亿元左右, 净利润10亿元左右, 对应2022-2025年收入/净利润CAGR为34.89%/58.90%。公司将在合适的子计划中将这一目标作为公司激励计划权益兑现的前提之一。

2022年7月8日, 公司发布长期激励计划第一期暨2022年员工持股计划草案。本次员工持股计划拟使用公司回购专用账户的普通股不超过672.74万股(占公司总股本的0.77%), 参与计划总人数不超过200人(占2021年底员工总数的6.92%), 授予价格为1.00元/股(2022年7月8日收盘价为23.60元/股), 另外预留份额30万份, 占本期持股计划份额总数的4.46%。公司设置业绩考核目标, 2022/2023年营业收入不低于38/52亿元, 同比增长25.81%/36.84%。

国信机械观点: 公司是国产工业机器人龙头, 覆盖自动化核心部件及运动控制系统、工业机器人、机器人集成应用智能制造系统的全产业链, 在通用机器人市场份额显著提升, 拓展锂电、光伏、焊接等专用机器人领域, 行业需求旺盛。在产业升级转型大背景下, 工业机器人加速普及, 国产化进程加速推进, 行业有望保持快速增长, 公司作为国产工业机器人龙头长期深度受益。公司颁布长期激励计划, 探索长效激励机制, 制定较高业绩考核目标, 充分激励广大员工, 有助于稳定核心团队, 调动员工积极性, 彰显公司长期发展信心。我们看好公司长期成长潜力, 预计公司2022-2024年归母净利润2.20/3.18/4.38亿元, 对应EPS为0.25/0.37/0.50元, 对应PE 93/65/47倍, 维持“增持”评级。

评论:

◆ 发布长期激励计划草案, 探索长效激励机制, 2025年较高经营目标充分彰显发展信心

2022年7月8日, 公司发布长期激励计划草案。此长期激励计划存续期为10年, 存续期内公司将不定期地推行激励子计划。公司公告中明确现阶段经营目标是在2025年度能实现销售收入100亿元左右, 净利润10亿元左右, 对应2022-2025年收入/净利润CAGR为34.89%/58.90%, 公司将在合适的子计划中将这一目标作为公司激励计划权益兑现的前提之一。公司颁布长期激励计划, 积极探索中长期激励模式, 有利于培养稳定公司管理层、充分调动核心骨干, 提升公司核心竞争能力。公司明确提出2025年较高的经营目标, 充分彰显公司中长期发展信心。

◆ 发布长期激励计划第一期暨2022年员工持股计划草案, 授予价格低, 充分激励广大员工

2022年7月8日, 公司发布长期激励计划第一期暨2022年员工持股计划草案。本次员工持股计划拟使用公司回购专用账户的普通股不超过672.74万股(占公司总股本的0.77%), 总人数不超过200人(不含预留份额, 占2021年底员工总数的6.92%), 激励对象包括董事、高管、中层管理人员及核心骨干员工, 授予价格为1.00元/股(2022年7月8日收盘价为23.60元/股)。另外, 计划预留份额30万份, 占本期持股计划份额总数的4.46%, 满足后续不断吸引及留住优秀人才的需求。

根据公告, 假设公司于2022年8月初将标的股票672.74万股过户至本员工持股计划名下, 预计需摊销的股份支付费用合计1.09亿元, 2022-2027年分别摊销1064.01/2538.39/2538.39/2538.39/1760.72/455.31

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

万元。

表1：公司 2022 年员工持股计划股权支付费用摊销情况（万元）

股份支付费用合计	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
10895.21	1064.01	2538.39	2538.39	2538.39	1760.72	455.31

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：公司 2022 年员工持股计划持有人所获份额分配情况

序号	姓名	职务	持有份额上限（万份）	占本员工持股计划的比例	所获份额对应股份数量（万股）
1	诸春华	董事、副总经理	10	1.49%	10
2	周爱林	董事、副总经理	10	1.49%	10
3	钱巍	董事	5	0.74%	5
4	何灵军	董事、财务总监、董事会秘书	15	2.23%	15
董事、高管小计			40	5.95%	40
其他员工（196 人）			602.74	89.59%	602.74
预留份额（1 名代持人）			30	4.46%	30
合计			672.74	100.00%	672.74

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表3：公司 2022 年员工持股计划的股票解锁安排

解锁批次	对应考核年度	解锁时点	解锁比例	出售期	出售时点	出售比例
第一次解锁	2022 年	2026 年 4 月 30 日	40%	第一个出售期	出售时点为对应份额解锁之日起 12 个月后的一个月内	50%
				第二个出售期	出售时点为对应份额解锁之日起 24 个月后的一个月内	50%
第二次解锁	2023 年	2027 年 4 月 30 日	60%	第一个出售期	出售时点为对应份额解锁之日起 24 个月后的一个月内	50%
				第二个出售期	出售时点为对应份额解锁之日起 24 个月后的一个月内	50%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 业绩考核目标较高，充分彰显公司长期发展信心

本次员工持股计划设置公司层面和个人层面业绩考核目标。1）公司层面：业绩考核目标为 2022/2023 年营业收入不低于 38/52 亿元，同比增长 25.81%/36.84%。2）个人层面：公司在 2022-2023 年每年对个人进行绩效考评，考评结果分为 A/B/C 三个等级，解锁比例分别为 100%/70%/0%。此次公司设置较高业绩考核目标，公司层面收入目标对应 2022-2023 年收入 CAGR 为 31.21%，超过公司过去三年 2019-2021 年收入 CAGR 的 27.39%，目标增速较高，充分彰显公司长期发展信心。

表4：公司 2022 年员工持股计划的公司层面业绩考核目标

考核年度	业绩考核目标
2022 年	公司 2022 年营业收入不低于 38 亿元
2023 年	公司 2023 年营业收入不低于 52 亿元

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表5：公司 2022 年员工持股计划的个人层面绩效考核要求

考核结果	A	B	C
解锁比例	100%	70%	0

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 展望未来：产业升级转型推动工业机器人行业快速发展，国产机器人龙头发展前景广阔

产业自动化智能化升级转型，工业机器人行业快速发展。长期来看，社会人口老龄化、劳动力成本上升，驱动制造业向自动化、智能化升级转型，《中国制造 2025》规划中，机器人被列为政府需大力推动实现突破发展的十大重点领域。根据国际机器人联合会（IFR）的预测，到 2022 年全球将销售 58.35 万台机器人，2019 年至 2022 年的年均复合增长率达到 11.51%。国内工业机器人产量实现较快增长，中国工业机器人产量由 2018 年 14.77 万台增长至 2021 年 36.60 万台，年均复合增长率为 35.32%。短期来看，中国工业机器人产量自 2020 年 3 月以来持续复苏，2021 年大幅增长，2022 年 1-5 月工业机器人产量处于历史较高水平。展望未来，在自动化、智能化的产业升级转型大趋势下，工业机器人行业需求广阔，有望保持较快发展。

国产化加速推进，国产工业机器人龙头发展前景广阔。公司是国产工业机器人龙头，覆盖自动化核心部件及运动控制系统、工业机器人、机器人集成应用智能制造系统的全产业链。公司坚持“通用+细分”策略，通用机器人市场份额显著提升，根据 MIR 统计，2021 年中国工业机器人市场全球机器人品牌整体排名中公司份额排名第七，其中六关节机器人出货量排名第五，仅次于国际四大机器人厂商。此外，公司积极拓展机器人细分市场，巩固在新能源、金属加工等行业的领军地位。展望未来，公司在通用机器人市场受益于国产替代大趋势，份额有望进一步提升，重点深耕的细分应用领域如锂电、光伏、焊接等领域需求旺盛，公司有望保持长期较快增长。

◆ 投资建议：维持“增持”评级

公司是国产工业机器人龙头，覆盖自动化核心部件及运动控制系统、工业机器人、机器人集成应用智能制造系统的全产业链，在通用机器人市场份额显著提升，拓展锂电、光伏、焊接等专用机器人领域，行业需求旺盛。在产业升级转型大背景下，工业机器人加速普及，国产化进程加速推进，行业有望保持快速增长，公司作为国产工业机器人龙头长期深度受益。公司颁布长期激励计划，探索长效激励机制，制定较高业绩考核目标，充分激励广大员工，有助于稳定核心团队，调动员工积极性，彰显公司长期发展信心。我们看好公司长期成长潜力，预计公司 2022-2024 年归母净利润 2.20/3.18/4.38 亿元，对应 EPS 为 0.25/0.37/0.50 元，对应 PE 93/65/47 倍，维持“增持”评级。

◆ 风险提示

宏观形势及行业发展风险，行业竞争加剧，下游需求放缓，原材料涨价及供应链波动风险。

相关研究报告：

《埃斯顿-002747-2018 年报暨 2019 年一季报点评：业绩略低预期，机器人业务持续高增长》——2019-04-29

《埃斯顿-002747-2018 年三季报点评：三季报略低预期，看好公司持续成长》——2018-10-25

《埃斯顿-002747-2018 年半年报点评：中报业绩符合预期，机器人业务增长亮眼》——2018-08-20

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	610	695	632	663	663	营业收入	2510	3020	4184	5368	6706
应收款项	739	895	1006	1193	1329	营业成本	1654	2038	2825	3619	4524
存货净额	638	834	1128	1372	1648	营业税金及附加	16	15	21	27	34
其他流动资产	493	503	760	975	1184	销售费用	223	278	377	456	557
流动资产合计	2540	3562	4312	5090	5661	管理费用	326	338	401	498	603
固定资产	717	760	776	786	808	研发费用	169	237	314	386	463
无形资产及其他	475	499	479	459	439	财务费用	101	28	81	81	75
投资性房地产	1848	2074	2074	2074	2074	投资收益	36	9	22	15	19
长期股权投资	105	94	84	73	63	资产减值及公允价值变动	3	6	8	10	15
资产总计	5685	6990	7725	8483	9045	其他收入	72	43	69	72	75
短期借款及交易性金融负债	912	1207	1305	1221	985	营业利润	132	145	265	398	560
应付款项	522	671	1013	1446	1896	营业外净收支	26	21	32	32	33
其他流动负债	646	680	921	1243	1499	利润总额	158	166	298	429	593
流动负债合计	2081	2558	3238	3910	4380	所得税费用	7	9	15	21	31
长期借款及应付债券	1099	1037	1037	1037	1037	少数股东损益	23	35	62	90	124
其他长期负债	518	513	503	493	483	归属于母公司净利润	128	122	220	318	438
长期负债合计	1617	1550	1540	1530	1520	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	3697	4109	4778	5441	5900	净利润	128	122	220	318	438
少数股东权益	248	292	307	328	350	资产减值准备	2	2	0	0	0
股东权益	1739	2589	2641	2715	2795	折旧摊销	92	94	96	102	108
负债和股东权益总计	5685	6990	7725	8483	9045	公允价值变动损失	(3)	(6)	(8)	(10)	(15)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	101	28	81	81	75
每股收益	0.15	0.14	0.25	0.37	0.50	营运资本变动	(769)	(406)	(91)	100	74
每股红利	0.09	0.13	0.19	0.28	0.41	其它	7	1	14	21	23
每股净资产	2.07	2.98	3.04	3.12	3.21	经营活动现金流	(542)	(193)	232	531	627
ROIC	10%	9%	12%	17%	22%	资本开支	0	(107)	(83)	(82)	(94)
ROE	7%	5%	8%	12%	16%	其它投资现金流	25	(578)	(150)	(100)	50
毛利率	34%	33%	32%	33%	33%	投资活动现金流	358	(675)	(223)	(172)	(34)
EBIT Margin	5%	4%	6%	7%	8%	权益性融资	15	800	0	0	0
EBITDA Margin	9%	7%	8%	9%	9%	负债净变化	860	(62)	0	0	0
收入增长	77%	20%	39%	28%	25%	支付股利、利息	(79)	(112)	(169)	(244)	(358)
净利润增长率	95%	-5%	80%	44%	38%	其它融资现金流	(1093)	500	98	(84)	(235)
资产负债率	69%	63%	66%	68%	69%	融资活动现金流	485	952	(71)	(328)	(593)
息率	0.4%	0.5%	0.8%	1.2%	1.7%	现金净变动	301	85	(62)	31	0
P/E	154.8	168.0	93.2	64.6	46.8	货币资金的期初余额	309	610	695	632	663
P/B	11.4	7.9	7.8	7.6	7.3	货币资金的期末余额	610	695	632	663	663
EV/EBITDA	109.3	117.6	73.8	53.7	41.7	企业自由现金流	0	(310)	156	482	586
						权益自由现金流	0	128	177	321	280

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032