

# 埃斯顿 (002747.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 推出股权激励计划，经营改善可期

### 事件

3月11日，公司披露长期激励计划第二期暨2023年股票期权激励计划(草案)，公司拟向激励对象授予1000万份股票期权，其中，首次授予909万份，预留91万份，行权价格为21.48元/份。

### 经营分析

推出第二期股权激励计划，彰显长期健康发展信心。公司依托内生外延的技术优势构筑护城河，依托“通用+细分”战略扩大工业机器人本体海内外市场份额成效显著，已形成以工业机器人本体为主的丰富多元的产品矩阵。展望未来，公司稳步实现高质量发展的战略目标已确定。第二期员工持股计划公司层面考核目标是2023/2024/2025年公司归母净利润分别不低于3亿元、5亿元、8亿元，按照公司第一期股权激励计划目标2023年公司收入不低于52亿元推算，公司2023年净利率水平不低于5.2%，2022年前三季度公司净利率约5%。往前看，公司有望通过内部改革从而提升经营效率，带动公司净利率水平提升。

Cloos 加快国产化趋势，机器人市占率快速提升。公司收购 Cloos 后持续推进国内焊接市场，吸收 Cloos 先进技术开始进行新产品研发，发力中薄板焊接领域。Cloos 中国市场开拓良好，2021年焊接工业机器人业务在中国市场实现153%的高速增长，在手业务订单充沛。公司与 Cloos 在产品技术和市场渠道上相互协同，打通高端焊接领域各个细分方向，目前焊接机器人已成为公司机器人板块最强细分业务。根据高工机器人预测，2022年中国工业机器人整体销量将达30.3万台，其中，国产工业机器人销量13.2万台，国产工业机器人市场占有率约在40%左右。随着公司在光伏锂电领域的持续渗透，公司市占率有望继续提升，带动我国工业机器人行业全面国产化。

2月制造业PMI52.6%，环比提升2.5pcts，创下2012年5月以来新高，各分项指数均有回升。2月份，稳经济政策措施效应进一步显现，叠加疫情影响消退等有利因素，企业复工复产、复商复市加快，我国经济景气水平继续回升。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022/2023/2024年归母净利润1.77/3.21/5.16亿元(原为1.78/3.07/4.39亿元)，公司股票现价对应PE估值为117/65/40倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

竞争加剧的风险、下游需求不及预期、人民币汇率波动风险；商誉减值风险。

### 机械组

分析师：秦亚男 (执业 S1130522030005)

qinyanan@gjzq.com.cn

分析师：满在朋 (执业 S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：23.89 元

### 相关报告：

- 《公司盈利能力稳定，机器人龙头成长可期-埃斯顿季报点评》，2022.10.27
- 《公司盈利能力稳定，看好长期成长潜力-埃斯顿22年中报点评》，2022.8.31
- 《推出长期激励计划，注入可持续发展强心剂-埃斯顿点评报告》，2022.7.8



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,510	3,020	3,832	5,332	6,960
营业收入增长率	76.59%	20.33%	26.86%	39.17%	30.52%
归母净利润(百万元)	128	122	177	321	516
归母净利润增长率	94.82%	-4.75%	45.42%	80.73%	60.87%
摊薄每股收益(元)	0.152	0.140	0.204	0.369	0.594
每股经营性现金流净额	0.38	0.36	0.15	0.24	0.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.37%	4.71%	6.34%	10.72%	15.62%
P/E	195.57	184.72	117.00	64.74	40.25
P/B	14.41	8.71	7.41	6.94	6.29

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
<b>主营业务收入</b>	<b>1,421</b>	<b>2,510</b>	<b>3,020</b>	<b>3,832</b>	<b>5,332</b>	<b>6,960</b>	货币资金	309	610	695	690	962	1,246	
增长率		76.6%	20.3%	26.9%	39.2%	30.5%	应收款项	914	997	1,151	1,634	2,275	2,969	
<b>主营业务成本</b>	<b>-910</b>	<b>-1,654</b>	<b>-2,038</b>	<b>-2,567</b>	<b>-3,555</b>	<b>-4,636</b>	存货	330	638	834	1,114	1,543	2,012	
%销售收入	64.0%	65.9%	67.5%	67.0%	66.7%	66.6%	其他流动资产	121	294	883	965	1,067	1,177	
<b>毛利</b>	<b>512</b>	<b>857</b>	<b>983</b>	<b>1,265</b>	<b>1,777</b>	<b>2,324</b>	流动资产	1,674	2,540	3,562	4,404	5,846	7,404	
%销售收入	36.0%	34.1%	32.5%	33.0%	33.3%	33.4%	%总资产	44.2%	44.7%	51.0%	58.7%	65.7%	71.2%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-11</b>	<b>-16</b>	<b>-15</b>	<b>-19</b>	<b>-27</b>	<b>-35</b>	长期投资	580	223	277	277	277	277	
%销售收入	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	546	717	760	747	727	699	
<b>销售费用</b>	<b>-96</b>	<b>-223</b>	<b>-278</b>	<b>-295</b>	<b>-411</b>	<b>-487</b>	%总资产	14.4%	12.6%	10.9%	10.0%	8.2%	6.7%	
%销售收入	6.8%	8.9%	9.2%	7.7%	7.7%	7.0%	无形资产	917	2,003	2,075	1,987	1,965	1,944	
<b>管理费用</b>	<b>-188</b>	<b>-326</b>	<b>-338</b>	<b>-345</b>	<b>-453</b>	<b>-557</b>	非流动资产	2,113	3,145	3,428	3,097	3,052	3,000	
%销售收入	13.2%	13.0%	11.2%	9.0%	8.5%	8.0%	%总资产	55.8%	55.3%	49.0%	41.3%	34.3%	28.8%	
<b>研发费用</b>	<b>-129</b>	<b>-169</b>	<b>-237</b>	<b>-345</b>	<b>-480</b>	<b>-626</b>	<b>资产总计</b>	<b>3,787</b>	<b>5,685</b>	<b>6,990</b>	<b>7,501</b>	<b>8,898</b>	<b>10,404</b>	
%销售收入	9.1%	6.7%	7.8%	9.0%	9.0%	9.0%	短期借款	1,076	912	1,207	1,200	1,578	1,868	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>87</b>	<b>123</b>	<b>115</b>	<b>261</b>	<b>406</b>	<b>618</b>	应付款项	504	760	934	1,562	2,162	2,811	
%销售收入	6.1%	4.9%	3.8%	6.8%	7.6%	8.9%	其他流动负债	129	409	418	475	681	916	
<b>财务费用</b>	<b>-62</b>	<b>-101</b>	<b>-28</b>	<b>-92</b>	<b>-99</b>	<b>-103</b>	流动负债	1,710	2,081	2,558	3,237	4,421	5,595	
%销售收入	4.3%	4.0%	0.9%	2.4%	1.9%	1.5%	长期贷款	239	1,099	1,037	1,037	1,037	1,037	
<b>资产减值损失</b>	<b>-6</b>	<b>-20</b>	<b>-15</b>	<b>-23</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	其他长期负债	120	518	513	134	155	178	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	<b>2,068</b>	<b>3,697</b>	<b>4,109</b>	<b>4,408</b>	<b>5,613</b>	<b>6,810</b>	
<b>投资收益</b>	<b>17</b>	<b>36</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,610</b>	<b>1,739</b>	<b>2,589</b>	<b>2,800</b>	<b>2,993</b>	<b>3,302</b>	
%税前利润	17.8%	22.5%	5.1%	5.8%	3.2%	2.0%	其中：股本	835	840	869	869	869	869	
<b>营业利润</b>	<b>74</b>	<b>132</b>	<b>145</b>	<b>177</b>	<b>329</b>	<b>537</b>	未分配利润	266	414	496	602	795	1,104	
营业利润率	5.2%	5.3%	4.8%	4.6%	6.2%	7.7%	少数股东权益	109	248	292	292	292	292	
<b>营业外收支</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>21</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,787</b>	<b>5,685</b>	<b>6,990</b>	<b>7,501</b>	<b>8,898</b>	<b>10,404</b>	
<b>税前利润</b>	<b>93</b>	<b>158</b>	<b>166</b>	<b>189</b>	<b>341</b>	<b>549</b>	<b>比率分析</b>		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	6.6%	6.3%	5.5%	4.9%	6.4%	7.9%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-11</b>	<b>-20</b>	<b>-33</b>	每股收益	0.079	0.152	0.140	0.204	0.369	0.594	
所得税率	5.3%	4.4%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%	每股净资产	1.928	2.070	2.981	3.222	3.444	3.800	
<b>净利润</b>	<b>88</b>	<b>152</b>	<b>157</b>	<b>177</b>	<b>321</b>	<b>516</b>	每股经营现金净流	0.135	0.382	0.359	0.145	0.242	0.458	
少数股东损益	22	23	35	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.075	0.082	0.148	0.238	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>66</b>	<b>128</b>	<b>122</b>	<b>177</b>	<b>321</b>	<b>516</b>	<b>回报率</b>							
净利率	4.6%	5.1%	4.0%	4.6%	6.0%	7.4%	净资产收益率	4.08%	7.37%	4.71%	6.34%	10.72%	15.62%	
							总资产收益率	1.74%	2.25%	1.75%	2.37%	3.60%	4.96%	
							投入资本收益率	2.71%	2.89%	2.10%	4.60%	6.48%	8.94%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	-2.71%	76.59%	20.33%	26.86%	39.17%	30.52%	
							EBIT增长率	-16.98%	41.01%	-6.30%	126.29%	55.90%	52.17%	
							净利润增长率	-35.04%	94.82%	-4.75%	45.42%	80.73%	60.87%	
							总资产增长率	4.58%	50.12%	22.96%	7.31%	18.62%	16.93%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	152.8	92.7	82.6	110.0	110.0	110.0	
							存货周转天数	137.5	106.8	131.8	160.0	160.0	160.0	
							应付账款周转天数	93.4	68.1	77.8	100.0	100.0	100.0	
							固定资产周转天数	108.4	78.6	86.2	62.9	41.1	27.9	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	53.64%	67.54%	31.75%	29.53%	31.02%	28.51%	
							EBIT利息保障倍数	1.4	1.2	4.1	2.8	4.1	6.0	
							资产负债率	54.61%	65.04%	58.78%	58.77%	63.08%	65.45%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-05-25	增持	15.50	19.03~20.00
2	2022-07-08	增持	23.25	N/A
3	2022-08-31	增持	20.38	N/A
4	2022-10-27	增持	20.88	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402