

300024.SZ

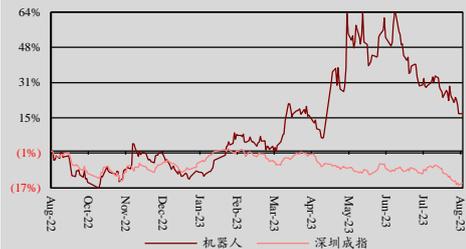
增持

原评级: 买入

市场价格: 人民币 11.95

板块评级: 强于大市

## 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	30.0	(9.8)	(25.8)	16.6
相对深圳成指	38.0	(2.0)	(19.6)	31.7

发行股数 (百万)	1,550.21
流通股 (百万)	1,518.23
总市值 (人民币 百万)	18,525.03
3个月日均交易额 (人民币 百万)	995.56
主要股东	
中国科学院沈阳自动化研究所	25.43

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
以2023年8月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 自动化设备

证券分析师: 苏凌瑶

lingyao.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522080003

联系人: 茅珈恺

jiakai.mao@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300123050016

证券分析师: 陶波

bo.tao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060002

## 机器人

## 半导体装备规模化效应显现, 自研机器人核心零部件带来增量利润

公司发布2023年半年度报告, 营业收入和毛利率稳健增长, 半导体装备规模化效应初显, 自研机器人零部件取得进步。给予**增持**评级。

### 支撑评级的要点

- **营业收入和毛利率稳健增长。**2023年上半年, 公司营收15.05亿元, YoY+41%; 毛利率12.0%, YoY+1.4pcts; 归母净利润-0.73亿元, YoY+51%; 扣非归母净利润-1.27亿元, YoY+35%。
- **半导体装备规模化效应初显。**2023年上半年, 公司半导体装备营收0.92亿元, YoY+137%, 毛利率21.9%, YoY+4.8pcts, 规模化效应初步显现。公司EFEM和大气机械手市场份额持续提升, 两轴、三轴、四轴真空机械手、真空装载机、真空预对准机相继进入研发和验证阶段。随着国内设备进口受限幅度加剧, 公司在半导体设备零部件国产替代领域有望取得长足进步。
- **自研机器人核心零部件有望增厚利润。**2023年上半年, 公司优化控制器轨道规划算法, 并提升了机器人轨迹精度和运动节拍; 自研伺服电机覆盖范围扩展至6kg至500kg机器人产品; 自研减速器覆盖范围扩展至35kg至80kg产品。公司自研核心零部件技术将进一步降低产品成本。

### 估值

- 考虑到公司2023年上半年尚未实现净利润的扭亏为盈, 随着公司半导体装备业务规模化效应初步显现, 且自研机器人核心零部件业务有望带来增量利润, 我们预计机器人2023/2024/2025年营业收入分别为42.62/48.46/53.46亿元, 对应2023/2024/2025年PS分别为4.3/3.8/3.5倍。预计机器人2023/2024/2025年EPS分别为-0.09/0.02/0.14元, 对应的PE分别为-139.2/527.5/85.1倍。给予**增持**评级。

### 评级面临的主要风险

- 制造业投资不及预期。工业机器人市场竞争加剧。公司降本增效进度不及预期。EFEM和真空机械手市场竞争加剧。公司EFEM和真空机械手验证进度和出货量不及预期。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	3,298	3,576	4,262	4,846	5,346
增长率(%)	24.0	8.4	19.2	13.7	10.3
EBITDA(人民币 百万)	(687)	(589)	(196)	56	313
归母净利润(人民币 百万)	(562)	45	(133)	35	218
增长率(%)	42.1	(107.9)	(398.0)	(126.4)	519.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	(0.36)	0.03	(0.09)	0.02	0.14
原先预测摊薄每股收益(人民币)	(0.36)	0.03	(0.09)	(0.01)	0.11
调整幅度(%)			0	300	27.3
市盈率(倍)	(32.9)	414.9	(139.2)	527.5	85.1
市销率(倍)	5.6	5.2	4.3	3.8	3.5
EV/EBITDA(倍)	(26.3)	(24.4)	(97.2)	337.7	58.9
每股股息(人民币)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

**机器人：半导体装备规模化效应显现，自研机器人核心零部件有望带来增量利润**  
机器人发布 2023 年半年度报告。

2023 年上半年营收 15.05 亿元，YoY+41%；毛利率 12.0%，YoY+1.4pcts；归母净利润-0.73 亿元，YoY+51%；扣非归母净利润-1.27 亿元，YoY+35%。

2023 年二季度营收 7.91 亿元，QoQ+11%，YoY+37%；毛利率 10.9%，QoQ-2.4pcts，YoY+2.3pcts；归母净利润-0.29 亿元，QoQ+36%，YoY+68%；扣非归母净利润-0.48 亿元，QoQ+39%，YoY+59%。

**图表 1. 机器人 2023 年中报业绩摘要（单位：万元，除同环比数据）**

财务指标	2023H1	2022H1	YoY	2023Q2	2023Q1	QoQ	2022Q2	YoY
营业收入	150,509	107,072	40.6%	79,115	71,394	10.8%	57,886	36.7%
毛利润	18,136	11,448	58.4%	8,644	9,491	-8.9%	4,980	73.6%
毛利率	12.0%	10.7%	1.4pcts	10.9%	13.3%	-2.4pcts	8.6%	2.3pcts
归母净利润	(7,320)	(14,861)	+50.7%	(2,871)	(4,449)	+35.5%	(9,024)	+68.2%
归母净利率	-4.9%	-13.9%	9pcts	-3.6%	-6.2%	2.6pcts	-15.6%	12pcts
扣非归母净利润	(12,662)	(19,414)	+34.8%	(4,818)	(7,844)	+38.6%	(11,770)	+59.1%
扣非归母净利率	-8.4%	-18.1%	9.7pcts	-6.1%	-11.0%	4.9pcts	-20.3%	14.2pcts

资料来源: ifind, 中银证券

从 2023 年上半年机器人细分业务来看：

半导体装备营收 0.92 亿元，YoY+137%，毛利率 21.9%，YoY+4.8pcts。工业机器人营收 5.95 亿元，YoY+80%，毛利率 11.9%，YoY+0.8pcts。自动化装配与检测营收 5.35 亿元，YoY+19%，毛利率 11.8%，YoY-2.0pcts。物流与仓储营收 1.77 亿元，YoY-18%，毛利率 4.3%，YoY+0.7pcts。交通自动化营收 1.03 亿元，YoY+202%，毛利率 16.9%，YoY+14.9pcts。

**图表 2. 机器人 2023 年上半年各子业务营业收入和毛利率**

子业务	营业收入（万元）	YoY	毛利率	YoY
半导体装备	9,241	136.9%	21.9%	4.8pcts
工业机器人	59,499	79.8%	11.9%	0.8pcts
自动化装配与检测	53,474	18.8%	11.8%	-2.0pcts
物流与仓储	17,734	-17.7%	4.3%	0.7pcts
交通自动化	10,316	201.6%	16.9%	14.9pcts

资料来源: ifind, 机器人 2023 年中报, 中银证券

2023 年上半年，公司半导体装备业务持续增长，核心客户合作深化，新客户覆盖范围逐渐扩大。两轴真空机械手批量进入 Fab 厂验证，三轴真空机械手完成工艺设备厂客户端验证并处于 Fab 厂验证阶段，四轴真空机械手实现自研。真空装载机、真空预对准机完成了工艺设备厂客户端验证并实现批量订单。EFEM 和大气机械手全面导入市场，市场认可度和市场份额实现了提升。

2023 年一季度国内半导体设备市场规模 58.6 亿美元，同比下降 23%。国内设备进口受限幅度加剧，行业国产化进度加快，国内半导体设备企业密集开展成熟制程设备的验证工作。随着相关设备成功投产，国产化进程加速，以及 AI 带动算力芯片的设计、制造、封装等产业需求，半导体设备行业有望进一步扩大规模并带动上游的出货需求。

2023 年上半年，公司机器人和智能装备业务实现较快增长。公司进一步优化控制器轨道规划算法，提升了机器人轨迹精度和运动节拍；自研的伺服电机覆盖范围扩展至 6kg 至 500kg 机器人产品；减速器在实现 35kg 及以下国产替代基础上，拓展至 50kg 至 80kg 产品，逐步加速外购减速器的国产化进程。目前公司自主研发的控制器、伺服电机、师傅驱动器已经能够满足自身工业机器人生产制造需求。公司核心零部件的技术升级和国产化替代措施，将进一步降低产品成本、提升公司市场竞争力。

## 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,298	3,576	4,262	4,846	5,346
营业收入	3,298	3,576	4,262	4,846	5,346
营业成本	3,048	3,268	3,690	4,014	4,258
营业税金及附加	29	28	34	34	32
销售费用	89	103	115	121	123
管理费用	337	381	384	412	428
研发费用	307	349	341	363	374
财务费用	71	107	65	54	44
其他收益	275	221	150	120	100
资产减值损失	(331)	(151)	(40)	(20)	(10)
信用减值损失	(22)	(60)	(40)	(20)	(10)
资产处置收益	(10)	39	20	10	0
公允价值变动收益	1	1	0	0	0
投资收益	51	697	120	100	80
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	(619)	87	(156)	37	247
营业外收入	1	5	5	5	5
营业外支出	1	6	2	2	2
利润总额	(619)	85	(153)	40	250
所得税	(63)	56	(20)	5	33
净利润	(556)	29	(133)	35	218
少数股东损益	7	(16)	0	0	0
归母净利润	(562)	45	(133)	35	218
EBITDA	(687)	(589)	(196)	56	313
EPS(最新股本摊薄, 元)	(0.36)	0.03	(0.09)	0.02	0.14

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>7,367</b>	<b>8,220</b>	<b>8,952</b>	<b>9,606</b>	<b>10,452</b>
货币资金	1,906	2,267	2,131	2,423	2,673
应收账款	1,038	1,111	1,450	1,462	1,751
应收票据	138	174	198	225	241
存货	3,278	3,601	4,166	4,284	4,680
预付账款	265	253	332	304	371
合同资产	96	238	139	271	163
其他流动资产	647	575	536	636	574
<b>非流动资产</b>	<b>3,740</b>	<b>3,821</b>	<b>3,709</b>	<b>3,539</b>	<b>3,386</b>
长期投资	969	1,241	1,241	1,241	1,241
固定资产	1,579	1,527	1,452	1,372	1,289
无形资产	614	608	595	565	522
其他长期资产	578	444	420	361	334
<b>资产合计</b>	<b>11,106</b>	<b>12,040</b>	<b>12,660</b>	<b>13,145</b>	<b>13,838</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,433</b>	<b>6,274</b>	<b>7,039</b>	<b>7,482</b>	<b>7,968</b>
短期借款	783	917	907	954	851
应付账款	1,015	1,760	1,373	2,035	1,580
其他流动负债	3,635	3,597	4,759	4,493	5,537
<b>非流动负债</b>	<b>1,395</b>	<b>1,401</b>	<b>1,388</b>	<b>1,395</b>	<b>1,385</b>
长期借款	985	1,025	1,000	1,012	1,000
其他长期负债	410	376	388	382	385
<b>负债合计</b>	<b>6,828</b>	<b>7,675</b>	<b>8,428</b>	<b>8,877</b>	<b>9,353</b>
股本	1,560	1,550	1,550	1,550	1,550
少数股东权益	123	117	117	117	117
归属母公司股东权益	4,155	4,248	4,115	4,150	4,368
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>11,106</b>	<b>12,040</b>	<b>12,660</b>	<b>13,145</b>	<b>13,838</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	(556)	29	(133)	35	218
折旧摊销	178	175	186	194	202
营运资金变动	314	(37)	(41)	8	5
其他	164	(570)	(109)	(39)	(44)
<b>经营活动现金流</b>	<b>100</b>	<b>(403)</b>	<b>(97)</b>	<b>198</b>	<b>380</b>
资本支出	(137)	(63)	(41)	(41)	(41)
投资变动	269	(123)	0	0	0
其他	2	1,264	140	110	80
<b>投资活动现金流</b>	<b>135</b>	<b>1,079</b>	<b>99</b>	<b>69</b>	<b>39</b>
银行借款	26	174	(34)	59	(116)
股权融资	(183)	(389)	0	0	0
其他	267	(39)	(104)	(35)	(54)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>110</b>	<b>(254)</b>	<b>(138)</b>	<b>24</b>	<b>(169)</b>
<b>净现金流</b>	<b>344</b>	<b>421</b>	<b>(136)</b>	<b>292</b>	<b>250</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	24.0	8.4	19.2	13.7	10.3
营业利润增长率(%)	27.0	(114.0)	(279.9)	(124.0)	561.6
归属于母公司净利润增长率(%)	42.1	(107.9)	(398.0)	(126.4)	519.8
息税前利润增长率(%)	13.9	(11.6)	(50.1)	(63.7)	(180.1)
息税折旧前利润增长率(%)	12.4	(14.2)	(66.8)	(128.5)	461.5
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	42.1	(107.9)	(398.0)	(126.4)	519.8

## 获利能力

息税前利润率(%)	(26.2)	(21.4)	(8.9)	(2.9)	2.1
营业利润率(%)	(18.8)	2.4	(3.7)	0.8	4.6
毛利率(%)	7.6	8.6	13.4	17.2	20.4
归母净利润率(%)	(17.1)	1.2	(3.1)	0.7	4.1
ROE(%)	(13.5)	1.1	(3.2)	0.8	5.0
ROIC(%)	(15.9)	(5.4)	(7.0)	(2.6)	2.2

## 偿债能力

资产负债率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
净负债权益比	0.1	0.0	0.1	0.0	(0.1)
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3

## 营运能力

总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	3.6	3.3	3.3	3.3	3.3
应付账款周转率	3.3	2.6	2.7	2.8	3.0

## 费用率

销售费用率(%)	2.7	2.9	2.7	2.5	2.3
管理费用率(%)	10.2	10.6	9.0	8.5	8.0
研发费用率(%)	9.3	9.8	8.0	7.5	7.0
财务费用率(%)	2.2	3.0	1.5	1.1	0.8

## 每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	(0.4)	0.0	(0.1)	0.0	0.1
每股经营现金流(最新摊薄)	0.1	(0.3)	(0.1)	0.1	0.2
每股净资产(最新摊薄)	2.7	2.7	2.7	2.7	2.8
每股股息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

## 估值比率

P/E(最新摊薄)	(32.9)	414.9	(139.2)	527.5	85.1
P/B(最新摊薄)	4.5	4.4	4.5	4.5	4.2
EV/EBITDA	(26.3)	(24.4)	(97.2)	337.7	58.9
价格/现金流(倍)	185.5	(46.0)	(190.2)	93.4	48.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371