

2026H1 盈利大幅提升，具身智能打开长期空间

投资要点

- **事件：**公司发布 2026 年半年报。2026H1 实现营业收入 25.78 亿元（同比+1.14%），归母净利润 1.61 亿元（同比+2314.23%），扣非归母净利润 0.70 亿元（同比+498.64%）；Q2 单季扣非归母 0.51 亿元、环比+162.49%，主业盈利大幅改善。2026H1 综合毛利率 31.81%（同比+4.17pp），其中工业机器人及智能制造毛利率 31.69%（同比+4.69pp）、自动化核心部件 32.40%（同比+1.82pp）；经营活动现金流净额 0.45 亿元，同比由-1.19 亿元转正。利润高增主因：①主业盈利修复（毛利率提升、费用率下降）；②公允价值变动收益 0.995 亿元（占利润总额 50.69%，源自参股南京工艺/南京化纤资产重组后股权公允价值增加）。
- **高毛利业务占比提升，全球化布局加速。**分业务：工业机器人及智能制造收入 21.38 亿元（+2.21%），自动化核心部件 4.39 亿元（-3.78%）。分区域：海外收入 9.36 亿元（+25.06%，占比 36.33%），国内 16.41 亿元（-8.82%，系主动优化结构、压降低毛利业务）。据 MIR，2026H1 出货量位列全品牌榜首，连续六个季度、连续八年国产第一。2026 年 3 月 H 股上市，成国内工业机器人首家 A+H 企业；波兰基地投运深化 Local for Global。期末货币资金 18.24 亿元，资产负债率由 78.5%降至 68.2%。
- **酷卓并购补全全品类，具身智能打开长期空间。**4.871 亿元收购酷卓 100%股权（评估增值率 901.2%，设对赌），补全“工业+协作+人形”全品类。Codroid 02 人形机器人（自研关节+VLM 大模型）已小批量落地，实现 3C、汽车工厂，灵巧手同步外供。短期酷卓亏损（2025 年净亏 0.53 亿元）将形成大额商誉，中长期强化具身智能竞争力。对赌要求 2026-2029 年累计营收不低于 6.2 亿元、协作板块扣非累计不低于 0.66 亿元。
- **估值与评级。**我们选取机器人和机器人零部件中的主流公司拓斯达/中大力德/绿地谐波/汇川技术作为可比公司，2026-2028 年可比公司平均 PE 为 PE 为 138/102/79 倍。受益于工业机器人行业景气持续向上，公司作为工业机器人行业核心公司，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**酷卓并购整合与业绩对赌不达预期、大额商誉减值风险；国内需求恢复与订单确认不及预期风险；海外拓展与关税/地缘风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,888	5,932	6,856	7,834
增长率	21.9%	21.4%	15.6%	14.3%
归属母公司净利润(百万元)	45	235	297	404
增长率	105.5%	421.7%	26.8%	35.6%
每股收益 EPS(元)	0.05	0.24	0.31	0.42
净资产收益率 ROE	2.2%	9.7%	7.5%	8.4%
PE	672	129	102	75
PB	15.42	14.48	8.48	7.37

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 邵桂龙
执业证号: S1250521050002
电话: 021-58351893
邮箱: tgl@swsc.com.cn

分析师: 王梓溢
执业证号: S1250525050003
电话: 021-58351893
邮箱: wzyi@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.68
流通 A 股(亿股)	7.82
52 周内股价区间(元)	19.41-49.0
总市值(亿元)	302.44
总资产(亿元)	104.88
每股净资产(元)	3.39

相关研究

目 录

1 埃斯顿：国产工业机器人龙头，全球化与具身智能双轮驱动	1
1.1 全产业链自主可控，延伸具身智能	1
1.2 主业修复与扣非扭亏双拐点共振，新一轮成长周期开启	2
2 盈利预测与估值	3
2.1 盈利预测	3
2.2 相对估值	4
3 风险提示	5

图 目 录

图 1：公司的工业机器人及成套设备应用情况.....	1
图 2：主营业务和主要产品的形成和发展历程.....	2
图 3：营业收入（百万元）和同比增速.....	3
图 4：归母净利润（百万元）和同比增速.....	3
图 5：各项费用率.....	3
图 6：公司毛利率、净利率.....	3

表 目 录

表 1：公司分业务收入及毛利率预测.....	4
表 2：可比公司估值.....	4
附表：财务预测与估值.....	6

1 埃斯顿：国产工业机器人龙头，全球化与具身智能双轮驱动

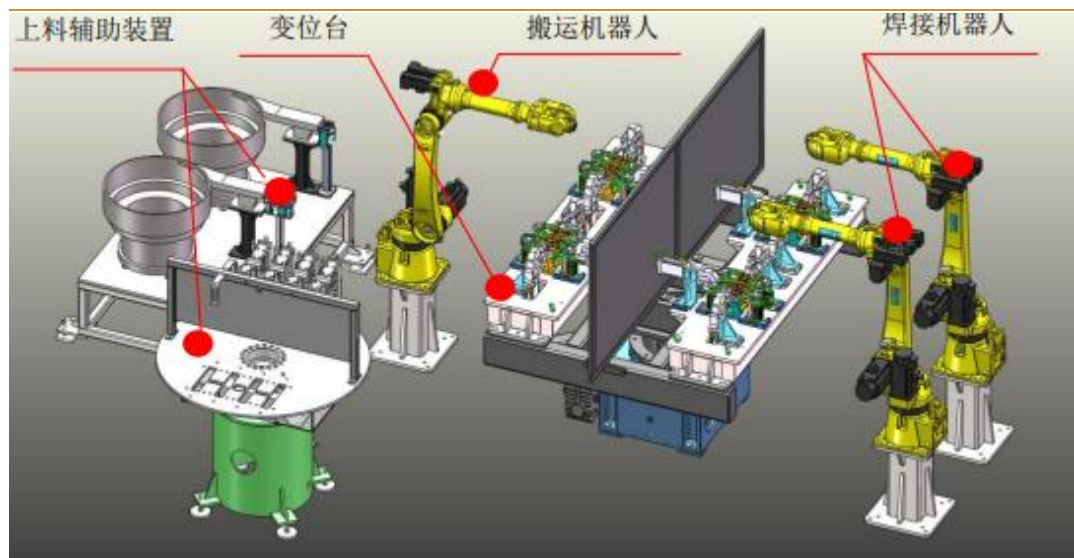
1.1 全产业链自主可控，延伸具身智能

国产工业机器人龙头，全产业链自主可控。埃斯顿（002747.SZ）主营工业机器人及智能制造系统、自动化核心部件及运动控制系统，是国内少数实现从核心部件到整机、再到系统集成全链条自主的工业机器人企业。据 MIR，公司 2026H1 中国工业机器人市场出货量位列全品牌榜首，连续六个季度保持领先、连续八年国产品牌出货量第一。

产品与解决方案：核心部件+本体+系统集成，延伸具身智能。公司自动化核心部件涵盖伺服系统、控制器、运动控制等；工业机器人本体覆盖六轴、SCARA、协作机器人等多品类，并通过收购德国 Cloos 布局焊接机器人；系统集成面向 3C、锂电、汽车、光伏等行业。公司通过酷卓 Codroid 02 人形机器人（自研关节+VLM 具身大模型）切入具身智能，拟收购酷卓补全“工业机器人+协作机器人+人形机器人”全品类。

产业链定位：上游核心部件自制，下游覆盖多元制造与出海。上游为伺服电机、减速器、控制芯片等核心部件（公司大比例自制，成本与国产替代优势突出）；中游为机器人本体与运动控制；下游服务 3C、锂电、汽车、金属加工、光伏等自动化需求，并通过“A+H”双平台与波兰基地推进 Local for Global 全球化，海外收入占比已升至 36.33%。

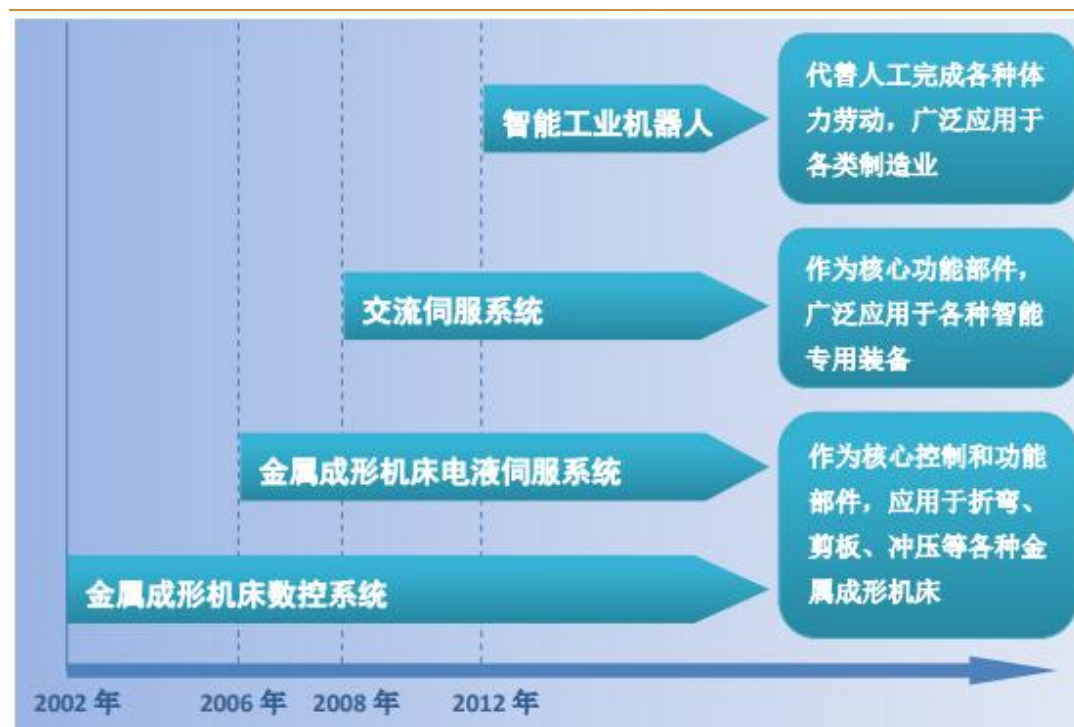
图 1：公司的工业机器人及成套设备应用情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司成立初期，主要产品为金属成形机床数控系统。随着业务的不断拓展，公司的产品线从数控系统延伸到电液伺服系统、交流伺服系统和工业机器人，产品应用范围也从金属成形机床行业拓展到纺织机械、包装机械、印刷机械、电子机械等更为广泛的机械装备制造行业，以及焊接、机械加工、装配、搬运、分拣、喷涂等领域的智能化生产。

图 2：主营业务和主要产品的形成和发展历程



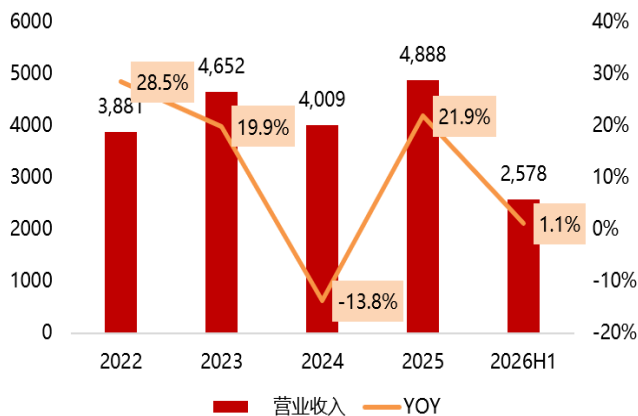
数据来源：招股说明书，西南证券整理

1.2 主业修复与扣非扭亏双拐点共振，新一轮成长周期开启

2022-2025 年公司营收由 38.81 亿元增长至 48.88 亿元，整体保持扩张但 2024 年受行业需求偏弱与结构调整影响回落至 40.09 亿元，2025 年恢复至 48.88 亿元。盈利端波动较大：归母净利润由 2022 年 1.66 亿元降至 2023 年 1.35 亿元，2024 年因需求下行、费用高企及减值大幅亏损 8.10 亿元，2025 年扭亏至 0.45 亿元。2026 年上半年，公司营收 25.78 亿元同比微增 1.14%，归母净利润 1.61 亿元同比大增 2314.23%，扣非归母净利润 7017.17 万元同比扭亏，经营活动现金流净额 4452.72 万元同比由负转正；综合毛利率 31.81% 同比提升 4.17pp，Q2 单季毛利率进一步提升至 33.08%，盈利质量拐点确立。但需注意归母高增受非经常性损益影响较大（非经常性损益 9115.38 万元，占归母比重约 56.5%），扣非规模相对更小，主业真实盈利修复仍在途中。

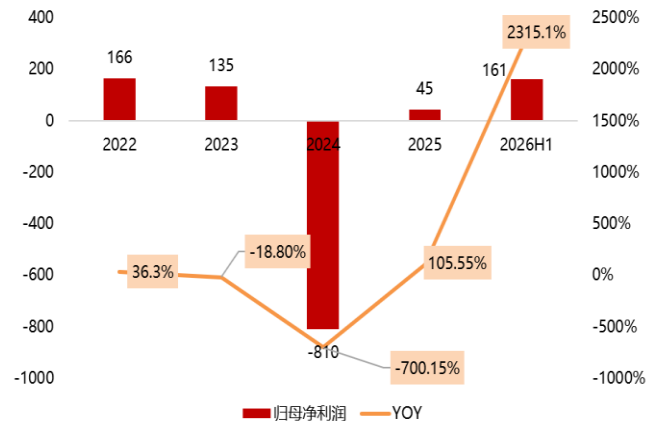
费用端看，2024 年销售/管理/研发费用率同步抬升（管理费用率达 13.2%），显著侵蚀利润；2025 年随收入恢复与降本增效，各项费用率回落；2026H1 期间费用率 27.20% 同比下降 0.93pp，销售/财务费用率分别同比 -0.63/-0.36pp，研发费用率微升 0.13pp。毛利率由 2022 年 33.9% 回落至 2025 年 29.5%，2026H1 进一步修复至 31.81%；净利率则从 4.7% 大幅波动至 2024 年 -20.4%、2025 年回升至 0.9%，2026H1 进一步提升至 6.17%，盈利质量拐点确立。

图 3：营业收入（百万元）和同比增速



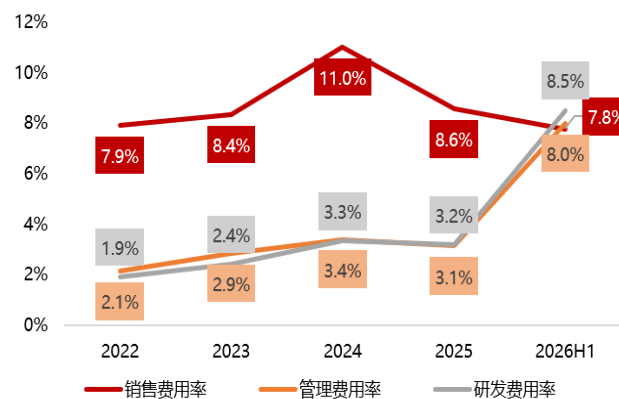
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：归母净利润（百万元）和同比增速



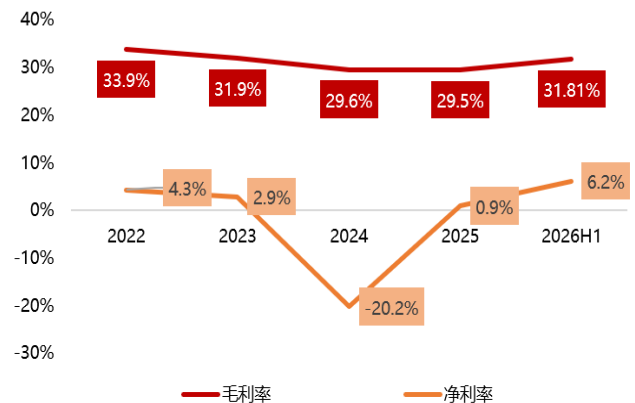
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：各项费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司毛利率、净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

1) 工业机器人及智能制造系统：作为公司的核心业务，该板块在经历 2024 年的短期调整后，受益于下游需求回暖及公司市占率提升，2025 年起迎来强势反弹，收入增速回升至 31.8%。展望未来，随着行业景气度的持续高涨及公司产品线的不断渗透，预计 2026-2028 年该板块将维持 25.0%/17.0%/15.0%的高增速。

2) 自动化核心部件及运动控制系统：该板块在 2024-2025 年处于调整期，收入在 2025 年探底至 8.9 亿元 (YoY -8.7%)。预计从 2026 年开始，随着宏观经济复苏及下游自动化改造需求的边际改善，该业务将恢复正增长，增速逐步爬坡至 5.0%/8.0%/10.0%。

3) 整体业务结构优化与毛利率提升：随着高毛利的“工业机器人及智能制造系统”业务收入占比持续提升，公司整体收入结构显著优化。受此结构性因素驱动，预计公司 2026-2028 年综合毛利率将稳步提升至 31.8%/31.8%/31.9%，盈利能力持续改善。

基于以上假设，预测公司 2026-2028 年份业务收入成本如下表：

表 1：公司分业务收入及毛利率预测

业务板块		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
合计	收入（百万元）	4,009	4,888	5,932	6,856	7,834
	YoY	-13.8%	21.9%	21.4%	15.6%	14.3%
	综合毛利率	29.6%	29.5%	31.8%	31.8%	31.9%
工业机器人及智能制造系统	收入（百万元）	3,032	3,997	4,996	5,845	6,722
	YoY	-16.0%	31.8%	25.0%	17.0%	15.0%
自动化核心部件及运动控制系统	收入（百万元）	976	891	936	1,011	1,112
	YoY	-6.1%	-8.7%	5.0%	8.0%	10.0%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取机器人和机器人零部件中的主流公司拓斯达/中大力德/绿的谐波/汇川技术作为可比公司，2026-2028 年可比公司平均 PE 为 138/102/79 倍。受益于工业机器人行业景气持续向上，公司作为工业机器人行业核心公司，首次覆盖给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			26E	27E	28E	26E	27E	28E
300607.SZ	拓斯达	35.90	0.34	0.45	0.58	107	79	62
002896.SZ	中大力德	63.51	0.46	0.54	0.64	139	118	99
688017.SH	绿的谐波	292.87	1.06	1.55	2.15	277	189	136
300124.SZ	汇川技术	61.90	2.20	2.65	3.18	28	23	19
平均值						138	102	79
002747.SZ	埃斯顿	31.25	0.24	0.31	0.42	129	102	75

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

- **酷卓并购整合与业绩对赌不达预期、大额商誉减值风险。**公司高溢价收购仍处于亏损状态的酷卓，标的需在未来几年实现营收量级跃升方能达成业绩承诺，不确定性较大。若酷卓业务推进、技术商业化落地或业绩对赌不及预期，高溢价收购形成的新增商誉将面临减值压力，且与上市公司在产品统筹、技术研发、客户资源等维度的深度整合效果也有待观察。
- **国内需求恢复与订单确认不及预期风险。**工业机器人需求与下游制造业资本开支高度相关，公司出货虽增长但收入增速偏低，反映出国内需求端尚未全面回暖、行业内卷与价格竞争仍存。若汽车、锂电、3C 等核心下游扩产意愿偏弱，或行业价格战进一步加剧，毛利率修复的持续性将面临挑战，主业盈利的真实弹性存在波动风险
- **海外拓展与关税/地缘风险。**海外业务已成为公司重要的增长引擎与高毛利来源，但公司在年报中明确提示，海外发展可能受到贸易摩擦、关税政策变化、欧美能源成本和通胀高企等多重复杂因素影响。若全球贸易环境波动加剧或出口管制范围扩大，将对公司国际化战略的实施带来不确定性，海外高毛利红利的可持续性面临考验

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4,888	5,932	6,856	7,834	净利润	45	235	298	404
营业成本	3,448	4,045	4,674	5,339	折旧与摊销	175	192	192	192
营业税金及附加	24	25	28	32	财务费用	153	133	145	147
销售费用	449	534	605	677	资产减值损失	-19	-19	-19	-19
管理费用	410	498	564	631	经营营运资本变动	-113	240	248	140
财务费用	153	133	145	147	其他	265	41	12	204
资产减值损失	-19	-19	-19	-19	经营活动现金流净额	507	823	876	1,067
投资收益	22	22	22	22	资本支出	-101	-158	-155	-152
公允价值变动损益	24	13	6	14	其他	258	-84	-113	-133
其他经营损益	0	0	0	0	投资活动现金流净额	157	-242	-269	-285
营业利润	70	228	304	397	短期借款	-561	383	-33	-33
其他非经营损益	8	16	15	15	长期借款	-137	243	292	350
利润总额	77	245	319	412	股权融资	5	97	0	0
所得税	32	37	48	62	支付股利	0	-9	-47	-59
净利润	45	208	272	350	其他	-296	-32	-28	-30
少数股东损益	0	0	0	0	筹资活动现金流净额	-990	682	184	228
归属母公司股东净利润	45	235	297	404	现金流量净额	-305	1,263	792	1,010
资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	896	3,053	4,645	5,621	成长能力				
应收和预付款项	2,084	2,248	2,558	2,876	销售收入增长率	21.93%	21.35%	15.58%	14.26%
存货	1,478	1,580	1,915	2,086	营业利润增长率	108.81%	227.53%	33.22%	30.59%
其他流动资产	868	251	294	343	净利润增长率	105.55%	358.50%	30.59%	28.95%
长期股权投资	41	41	41	41	EBITDA 增长率	183.75%	39.10%	15.92%	14.78%
投资性房地产	53	53	53	53	获利能力				
固定资产和在建工程	1,556	1,372	1,274	1,175	毛利率	29.45%	31.81%	31.83%	31.85%
无形资产和开发支出	1,738	1,645	1,552	1,459	三费率	20.72%	19.63%	19.16%	18.58%
其他非流动资产	702	667	789	827	净利率	0.93%	3.51%	3.96%	4.47%
资产总计	9,415	10,910	13,120	14,481	ROE	2.25%	9.69%	7.49%	8.41%
短期借款	1,278	1,661	1,628	1,595	ROA	0.48%	1.91%	2.07%	2.42%
应付和预收款项	2,051	2,595	2,917	3,263	ROIC	3.02%	8.16%	11.73%	13.92%
长期借款	1,216	1,459	1,751	2,101	EBITDA/销售收入	8.13%	9.32%	9.35%	9.39%
其他负债	2,851	3,048	3,200	3,360	营运能力				
负债合计	7,396	8,763	9,496	10,319	总资产周转率	0.50	0.58	0.57	0.57
股本	871	968	968	968	固定资产周转率	3.36	4.17	5.18	6.40
资本公积	1,012	1,012	1,012	1,012	应收账款周转率	2.47	2.78	2.89	2.93
留存收益	-16	72	1,544	2,083	存货周转率	2.01	2.45	2.59	2.63
归属母公司股东权益	1,961	2,089	3,566	4,103	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.19%	—	—	—
少数股东权益	58	58	58	59	资本结构				
股东权益合计	2,019	2,147	3,624	4,162	资产负债率	78.56%	80.32%	72.38%	71.26%
负债和股东权益合计	9,415	10,910	13,120	14,481	带息债务/总负债	33.71%	35.60%	35.58%	35.82%
					流动比率	1.02	1.14	1.41	1.54
					速动比率	0.74	0.88	1.12	1.25
					股利支付率	0.00%	12.03%	8.08%	6.59%
					每股指标				
					每股收益	0.05	0.24	0.31	0.42
					每股净资产	2.03	2.16	3.68	4.24
					每股经营现金	0.52	0.85	0.91	1.10
					每股股利	0.00	0.01	0.05	0.06
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	397.57	553.03	641.08	735.81					
PE	672.50	128.89	101.67	74.95					
PB	15.42	14.48	8.48	7.37					
PS	6.19	5.10	4.41	3.86					
EV/EBITDA	72.93	55.30	45.69	38.97					
股息率	0.00%	0.03%	0.16%	0.20%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn