Q3 业绩持续高增长，下游制造业复苏强劲

——埃斯顿 2020 年三季报点评

买入|维持

事件：

公司发布 2020 年三季度报告，实现收入 17.63 亿元，同比增长 82.23%；归母净利润 0.85 亿元，同比增长 48.96%；单三季度实现营收 5.91 亿元，同比增长 106.41%，归母净利润 0.24 亿元，同比+3574.78%，符合预期。

- **受益于下游自动化复苏，Q3 业绩持续高增长，现金流持续改善。**

受益于下游制造复苏，公司业绩持续增长，Q3 单季度收入实现 5.91 亿元，同比+106.41%，我们判断，剔除 Closs 并表影响，公司本部仍有较快增长。前三季度公司综合毛利率 36.9%，净利率 5.5%，环比上半年基本持平。前三季度销售费用率、管理费用率分别为 8.31%、12.36%，Q3 单季度销售费用率 8.55%、环比上升 0.28pct，管理费用率 8.87%、环比下降 3.41pct。前三季度研发费用 1.41 亿元，Q3 单季度 0.61 亿元，环比增长 9.72%，研发费用率 10.4%，环比增长 4.47pct。经营性现金流净额 1.11 亿元，Q3 单季度 0.4 亿元，现金持续回流，主因公司加强销售回款力度所致。

- **制造业持续复苏+疫情加速自动化需求，公司业绩有望持续向好。**

9 月 PMI 指数 51.5%，连续七个月保持荣枯线以上，整个下游制造业需求持续向好，以机器人为代表的工业自动化设备销量不断走高，1-9 月工业机器人累计产量 16.1 万套，同比增长 18.2%，9 月单月工业机器人产量同比增长 51.4%，为 33 个月以来峰值，相比 8 月，增速明显加快（+32.5%）。且疫情催生出食品、仓储、光伏等企业对自动化替代人工的需求，多元化的需求推动我国机器人行业持续增长，公司业绩有望持续向好。

- **自主研发+外延并举，定增后持续夯实国际化核心竞争力。**

2020 年公司成功并入德国百年机器人企业 Cloos。Cloos 是全球机器人焊接细分领域的领军企业，它的加入一方面使得 Cloos 借助公司加强其中厚板焊接业务在中国的发展、另一方面 Cloos 的中薄板国内焊接市场也增厚了公司业绩。此外公司定增预案也已确定、募资约 10 亿元，引入三名背景雄厚的战投，一方面代表国家级基金对公司技术、产品、竞争力的认可，另一方面战投拥有产业资源众多，有望给公司带来领先的国内国外核心技术、市场、渠道、品牌等资源，助力公司向全球机器人产业第一阵营的愿景迈进。

- **投资建议与盈利预测**

预计公司 20-22 年归母净利润 1.18/2.59/3.23 亿元，对应 PE 分别为 167/76/61X，考虑到公司国产机器人龙头地位，维持“买入”评级。

- **风险提示**

市场竞争加剧；下游需求不及预期；公司并购产生的协同整合效果不明显。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1461	1421	2743	3522	4170
收入同比（%）	36	-3	93	28	18
归母净利润(百万元)	101	66	118	259	323
归母净利润同比(%)	9	-35	80	118	25
ROE（%）	6.3	4.1	6.6	12.6	13.6
每股收益（元）	0.12	0.08	0.14	0.31	0.38
市盈率(P/E)	195.30	300.65	166.93	76.48	61.14

资料来源：Wind,国元证券研究中心

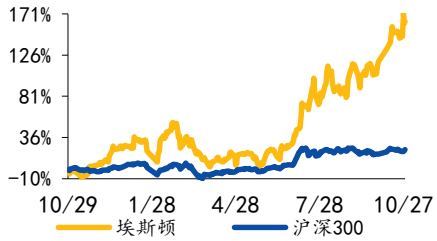
当前价/目标价：23.53 元/30 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	24.29 / 8.23
A 股流通股（百万股）：	730.06
A 股总股本（百万股）：	840.26
流通市值（百万元）：	17178.40
总市值（百万元）：	19771.42

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司点评-埃斯顿（002747）2020 年半年报业绩点评：疫情延迟 Cloos 收入确认，下半年公司经营向好可期》2020.08.28

《国元证券公司研究-埃斯顿（002724）点评报告：国家级战投入股+行业景气，厚积薄发迈向新征程》2020.07.26

报告作者

分析师　满在朋

执业证书编号　S0020519070001

电话　021-51097188-1851

邮箱　manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人　秦亚男

电话　021-51097188-1956

邮箱　qinyanan@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2045	1674	2697	3647	4832
现金	316	309	312	1025	1936
应收账款	594	596	782	836	1056
其他应收款	27	24	51	64	76
预付账款	17	17	50	50	50
存货	355	330	1035	1099	1040
其他流动资产	735	399	467	573	675
非流动资产	1576	2113	2902	3003	3030
长期投资	39	438	110	110	110
固定资产	355	422	537	622	628
无形资产	359	395	414	432	450
其他非流动资产	823	857	1841	1839	1840
资产总计	3621	3787	5599	6650	7862
流动负债	1576	1710	2584	2715	2926
短期借款	887	966	1042	947	937
应付账款	226	240	442	569	671
其他流动负债	463	503	1100	1199	1319
非流动负债	329	359	1096	1724	2356
长期借款	198	239	875	1511	2147
其他非流动负债	131	120	221	212	209
负债合计	1905	2068	3680	4438	5282
少数股东权益	98	109	124	155	195
股本	838	835	840	840	840
资本公积	522	512	512	512	512
留存收益	305	311	429	688	1011
归属母公司股东权益	1618	1610	1795	2057	2384
负债和股东权益	3621	3787	5599	6650	7862

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	14	113	-65	401	470
净利润	114	88	133	290	363
折旧摊销	43	60	65	77	86
财务费用	39	62	132	117	144
投资损失	-10	-17	-40	-40	-40
营运资金变动	-163	-68	-470	-11	-59
其他经营现金流	-9	-12	116	-33	-24
投资活动现金流	-382	-172	-823	-115	-46
资本支出	226	116	118	112	44
长期投资	94	45	-328	0	0
其他投资现金流	-61	-11	-1033	-2	-2
筹资活动现金流	272	94	890	428	486
短期借款	453	79	75	-95	-10
长期借款	-42	41	636	636	636
普通股增加	2	-3	5	0	0
资本公积增加	14	-10	0	0	0
其他筹资现金流	-154	-13	173	-113	-140
现金净增加额	-94	31	2	714	911

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1461	1421	2743	3522	4170
营业成本	935	910	1725	2198	2599
营业税金及附加	10	11	18	22	24
营业费用	106	96	247	299	334
管理费用	191	188	343	387	459
研发费用	113	129	219	264	292
财务费用	39	62	132	117	144
资产减值损失	-11	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	2	0	0
投资净收益	10	17	40	40	40
营业利润	102	74	126	299	379
营业外收入	22	20	21	20	20
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	124	93	146	319	399
所得税	10	5	13	28	35
净利润	114	88	133	290	363
少数股东损益	13	22	15	32	40
归属母公司净利润	101	66	118	259	323
EBITDA	185	196	323	493	609
EPS（元）	0.12	0.08	0.14	0.31	0.38

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	35.7%	-2.7%	93.0%	28.4%	18.4%
营业利润(%)	16.0%	-27.6%	70.4%	137.1%	26.7%
归属母公司净利润(%)	8.8%	-35.0%	80.1%	118.3%	25.1%
获利能力					
毛利率(%)	36.0%	36.0%	37.1%	37.6%	37.7%
净利率(%)	6.9%	4.6%	4.3%	7.3%	7.8%
ROE(%)	6.3%	4.1%	6.6%	12.6%	13.6%
ROIC(%)	5.4%	6.1%	6.3%	9.9%	12.4%
偿债能力					
资产负债率(%)	52.6%	54.6%	65.7%	66.7%	67.2%
净负债比率(%)	58.2%	63.6%	61.7%	63.3%	65.1%
流动比率	1.30	0.98	1.04	1.34	1.65
速动比率	1.07	0.79	0.64	0.94	1.30
营运能力					
总资产周转率	0.43	0.38	0.58	0.57	0.57
应收账款周转率	3	2	4	4	4
应付账款周转率	3.91	3.91	5.06	4.35	4.19
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.08	0.14	0.31	0.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	0.13	-0.08	0.48	0.56
每股净资产(最新摊薄)	1.93	1.92	2.14	2.45	2.84
估值比率					
P/E	195.30	300.65	166.93	76.48	61.14
P/B	12.22	12.28	11.02	9.61	8.29
EV/EBITDA	110	104	63	41	33

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188