

投资评级 优于大市 维持

工业机器人业务持续高增、毛利率提升

股票数据

05月09日收盘价(元)	23.18
52周股价波动(元)	14.51-29.82
总股本/流通A股(百万股)	869/784
总市值/流通市值(百万元)	20146/18179

相关研究

《厚积薄发, 国产机器人先行者》2023.01.19

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-15.7	-2.8	-13.9
相对涨幅(%)	-13.4	-3.0	-11.4

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 赵玥炜

Tel: (021) 23219814

Email: zyw13208@haitong.com

证书: S0850520070002

投资要点:

- 事件。**公司发布 2022 年年报、2023 年一季报。根据 Wind 数据, 1) 2022 年: 公司实现营业收入 38.81 亿元, 同比+28.49%, 归母净利润 1.66 亿元, 同比+36.28%, 扣非归母净利润 9659 万元, 同比+43.7%。2) 2023Q1: 公司实现营业收入 9.86 亿元, 同比+22.53%, 归母净利润 4305 万元, 同比-28.3%, 扣非归母净利润 3210 万元, 同比+30.6%。
- 2022 年工业机器人及智能制造系统较行业增长快; 各业务毛利率稳健提升。**
 - 1) 工业自动化与机器人市场情况: 根据公司 2022 年年报援引工控网研究、MIR 数据, 2022 年中国工业自动化市场同比增长仅 3.2%, 与 2022 年中国 GDP 的 3% 增速基本持平; 工业机器人市场销量达 28.2 万台, 增速放缓, 同比增长约 10%。
 - 2) 公司工业机器人及智能制造系统板块增长快于行业, 印证竞争力提升。根据公司 2022 年年报, 2022 年公司业务情况如下: ① 工业机器人及智能制造系统: 收入 28.6 亿元, 同比+41.2%; 毛利率为 33.4%, 同比+0.9pct; ② 核心部件和运控系统: 收入 10.3 亿元, 同比+2.8%, 毛利率为 35.2%, 同比+2.5pct。
- 费用率整体管控良好, 研发投入持续加大。**根据 Wind 数据与公司 2022 年年报, 1) 盈利能力: 公司 2022 年毛利率/净利率分别为 33.85%/4.71%, 同比+1.31pct/-0.48pct; 2023Q1 毛利率、净利率分别为 33.57%/4.47%, 同比+0.83pct/-3.16pct。2) 费用: 公司 2022 年期间费用率为 27.74%, 同比-1.43pct, 其中管理/销售/财务/研发费用率分别为 9.88%/7.79%/2.14%/7.93%, 同比-1.31pct/-1.43pct/+1.22pct/+0.09pct; 2023Q1 公司期间费用率 31.16%, 同比+1.48pct, 其中管理/销售/财务/研发费用率分别为 12.99%/8.48%/2.49%/7.20%, 同比-0.53pct/+0.39pct/+0.47pct/+1.15pct。3) 研发投入持续加大: 2022 年公司总体研发投入约 4.02 亿, 同比增加 42.45%, 占销售收入比例达到 10.35%。
- 存货/合同负债同比增长, 印证在手订单较充沛。**根据 Wind 数据, 2023Q1 末公司存货/合同负债分别为 11.55 亿元/2.45 亿元, 同比+31.31%/16.71%, 我们认为, 合同负债同比增长印证公司在手订单较为充沛。
- 整合国际化资源; 支持行业头部客户全球布局。**根据公司 2022 年年报, 公司充分发挥公司海内外协同效应, 不断增强两大核心业务模块, 在产品开发、营销策略、生产运营和精益化管理方面持续提升, 加大研发投入, 扩大市场规模, 提升品牌影响力, 比如推进 Cloos 和埃斯顿研发、供应链的资源整合; 另一方面, 公司支持行业头部客户海外拓展, 未来机器人产品、通用自动化核心部件产品会随着客户海外拓展进行市场布局, 共同推进全球化业务布局。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3020	3881	5320	7005	8685
(+/-)YoY(%)	20.3%	28.5%	37.1%	31.7%	24.0%
净利润(百万元)	122	166	304	489	702
(+/-)YoY(%)	-4.8%	36.3%	82.8%	60.8%	43.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.14	0.19	0.35	0.56	0.81
毛利率(%)	32.5%	33.9%	33.9%	33.9%	34.0%
净资产收益率(%)	4.7%	6.0%	10.1%	14.4%	17.7%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- **盈利预测与估值。**我们预计公司 2023/2024/2025 年实现归母净利润 3.04/4.89/7.02 亿元，EPS 分别为 0.35/0.56/0.81 元，参考可比公司估值，给予公司 2023 年 80-90 倍 PE 估值，合理市值区间为 243-274 亿元，合理价值区间为 27.98-31.48 元/股（预计 2023 年公司 EPS 为 0.35 元），“优于大市”评级。参考 PB 估值，按照我们的合理价值区间，公司 2023 年 PB 为 8.06-9.07 倍（可比公司 2023 年 PB 范围为 1.91-8.01 倍），具备合理性。
- **风险提示。**行业竞争加剧；下游行业固定资产投资不及预期；公司海外拓展、协同不及预期；公司盈利能力提升不及预期；供应链管理出现问题；国产化率提升不及预期等。

业务分拆预测关键假设如下:

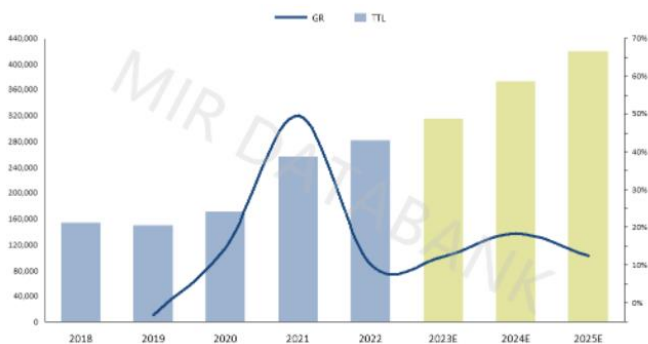
1) 工业机器人及智能制造系统:

行业层面: 根据 MIR 睿工业官方微信公众号,

需求情况: ①整体情况: 2022 年中国工业机器人销量突破 28 万台, 同比增长 10%; MIR 睿工业预测 2023 年中国工业机器人市场同比增长率将会升至 12% 左右; ②分领域情况: 行业市场主要受新能源车、锂电、光伏、医疗等新兴行业需求拉动; 3C 电子需求较大幅度萎缩; 一般工业开始复苏但不及预期。

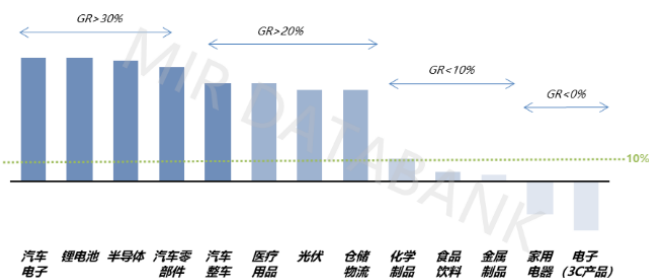
竞争格局: 内资厂商依托供应链优势及灵活的价格策略, 在锂电、光伏、汽车零部件等领域持续渗透, 2022 年市场份额得以进一步扩大。

图1 2018-2025 年中国工业机器人市场销售规模及预测



资料来源: MIR 睿工业微信公众号, 海通证券研究所

图2 2022 工业机器人下游行业出货情况



资料来源: MIR 睿工业微信公众号, 海通证券研究所

公司层面:

①产品端: 根据公司 2022 年年报, 公司结合对新能源特别对锂电和光伏工艺的深刻理解, 提前布局新能源行业工艺的研究和应用, 开发了锂电和光伏行业专用机器人, 抓住国产替代进口的机会, 实现公司全线产品进入新能源行业头部客户合格供方名录的战略目标。②收入端: 在工业机器人需求不断增长, 以及公司市占率提升、新能源领域突破的多重驱动下, 我们认为, 公司工业机器人及智能制造系统有望实现较快增长, 未来三年复合增速有望超过行业增速, 我们预计, 公司工业机器人及智能制造系统收入 2023/2024/2025 营收同比增长 45.0%/35.0%/25.0%。③毛利率: 我们认为, 工业机器人及智能制造系统业务毛利率有望维持稳健, 预计 2023/2024/2025 年毛利率为 33.4%/33.4%/33.4%。

2) 自动化核心部件及运动控制系统: 根据公司 2022 年年报, 公司主要业务及产品包括金属成形机床自动化完整解决方案、全电动伺服压力机和伺服转塔冲自动化完整解决方案、电液混合伺服系统、运动控制系统(含运动控制器、交流伺服系统)、直流伺服驱动器、机器人专用控制器、机器人专用伺服系统、机器视觉和运动控制一体的机器自动化单元解决方案, 应用于金属成形数控机床、机器人、纺织机械、3C 电子、锂电池设备、光伏设备、包装机械等领域。我们认为, 随着公司自动化核心部件及运动控制系统在下游行业不断渗透, 叠加公司工业机器人成套解决方案能力上行, 公司自动化核心部件及运动控制系统业务有望实现较快增长, 我们预计公司自动化核心部件及运动控制系统业务 2023/2024/2025 营收同比增长 15%/20%/20%); 毛利率稳健提升, 预计 2023/2024/2025 为 35.6%/36.0%/36.4%。

表 1 公司营业收入分拆预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
分部收入 (百万元)					
工业机器人及智能制造系统	2023	2856	4141	5590	6988
自动化核心部件及运动控制系统	998	1025	1179	1415	1697
合计主营业务收入	3020	3881	5320	7005	8685
收入增长率(%)					
工业机器人及智能制造系统	20.4	41.2	45.0	35.0	25.0
自动化核心部件及运动控制系统	20.1	2.7	15.0	20.0	20.0
主营业务收入同比增长率(%)	20.3	28.5	37.1	31.7	24.0
分部毛利率(%)					
工业机器人及智能制造系统	32.5	33.4	33.4	33.4	33.4
自动化核心部件及运动控制系统	32.7	35.2	35.6	36.0	36.4
合计主营业务毛利率(%)	32.5	33.9	33.9	33.9	34.0
分部营业成本 (百万元)					
工业机器人及智能制造系统	1366	1903	2758	3723	4654
自动化核心部件及运动控制系统	671	664	759	905	1080
合计主营业务成本	2037	2567	3517	4628	5734

资料来源: 公司 2021-2022 年报, 海通证券研究所

2023 年可比公司平均 PE 估值为 71.18 倍, 考虑到公司是国内机器人龙头公司, 有对标国际四大机器人家族的潜在实力, 我们给予公司略高于可比公司的估值水平, 给予公司 2023 年 80-90 倍 PE 估值, 合理市值区间为 243-274 亿元, 合理价值区间为 27.98-31.48 元/股 (预计 2023 年公司 EPS 为 0.35 元), “优于大市”评级。参考 PB 估值, 按照我们的合理价值区间, 公司 2023 年 PB 为 8.06-9.07 倍 (可比公司 2023 年 PB 范围为 1.91-8.01 倍), 具备合理性。

表 2 可比公司估值表 (2023.05.09)

公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	预估归母净利润 (亿元)		PE (倍)		PB (倍)	
			2023 年	2024 年	2023 年	2024 年	2023 年	2024 年
绿的谐波	113.90	192.02	2.47	3.41	77.65	77.65	8.01	7.20
科德数控	87.50	81.53	1.15	1.69	71.04	48.24	7.27	6.34
机器人	13.28	205.87	1.80	2.93	114.37	70.26	-	-
拓斯达	11.94	50.79	2.35	3.32	21.66	15.31	1.91	1.69
平均值					71.18	52.87	5.73	5.08

注: 可比公司预估 2023、2024 年归母净利润来自 wind 一致预期 (注: 机器人 wind 中没有 2023、2024 年 PB 估值数据, PB 估值均值计算时剔除)

资料来源: Wind, 海通证券研究所

风险提示: 行业竞争加剧; 下游行业固定资产投资不及预期; 公司海外拓展、协同不及预期; 公司盈利能力提升不及预期; 供应链管理出现问题; 国产化率提升不及预期等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	3881	5320	7005	8685
每股收益	0.19	0.35	0.56	0.81	营业成本	2567	3517	4628	5734
每股净资产	3.19	3.47	3.92	4.55	毛利率%	33.9%	33.9%	33.9%	34.0%
每股经营现金流	0.03	0.28	0.69	0.98	营业税金及附加	22	30	40	49
每股股利	0.03	0.07	0.12	0.17	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	302	404	515	591
P/E	121.14	66.28	41.23	28.71	营业费用率%	7.8%	7.6%	7.4%	6.8%
P/B	7.26	6.68	5.92	5.09	管理费用	383	473	560	643
P/S	5.19	3.79	2.88	2.32	管理费用率%	9.9%	8.9%	8.0%	7.4%
EV/EBITDA	51.35	35.90	24.85	18.31	EBIT	274	542	801	1091
股息率%	0.1%	0.3%	0.5%	0.7%	财务费用	83	82	87	85
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.1%	1.5%	1.2%	1.0%
毛利率	33.9%	33.9%	33.9%	34.0%	资产减值损失	-18	0	0	0
净利润率	4.3%	5.7%	7.0%	8.1%	投资收益	-2	0	0	0
净资产收益率	6.0%	10.1%	14.4%	17.7%	营业利润	245	400	654	947
资产回报率	2.0%	3.4%	4.7%	6.2%	营业外收支	18	18	18	18
投资回报率	3.2%	6.8%	9.6%	12.0%	利润总额	263	418	672	965
盈利增长 (%)					EBITDA	408	623	895	1198
营业收入增长率	28.5%	37.1%	31.7%	24.0%	所得税	80	84	134	193
EBIT 增长率	84.3%	97.3%	47.9%	36.2%	有效所得税率%	30.4%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润增长率	36.3%	82.8%	60.8%	43.6%	少数股东损益	17	30	49	70
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	166	304	489	702
资产负债率	62.8%	63.0%	63.6%	61.3%					
流动比率	1.35	1.46	1.38	1.44	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.93	0.96	0.92	0.96	货币资金	718	786	808	1115
现金比率	0.22	0.22	0.18	0.23	应收账款及应收票据	1458	1615	2333	2480
经营效率指标					存货	1130	1410	1676	1828
应收账款周转天数	89.85	88.00	87.00	86.00	其它流动资产	1177	1320	1482	1660
存货周转天数	137.71	130.00	120.00	110.00	流动资产合计	4484	5130	6300	7083
总资产周转率	0.51	0.62	0.72	0.80	长期股权投资	53	53	53	53
固定资产周转率	5.21	6.46	7.50	8.18	固定资产	776	871	996	1127
					在建工程	104	108	110	112
					无形资产	544	574	604	634
					非流动资产合计	3767	3894	4094	4301
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	8251	9023	10394	11384
净利润	166	304	489	702	短期借款	814	1014	1014	1014
少数股东损益	17	30	49	70	应付票据及应付账款	1299	1401	2152	2249
非现金支出	152	111	124	137	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	40	75	81	79	其它流动负债	1205	1104	1386	1657
营运资金变动	-348	-277	-144	-138	流动负债合计	3318	3518	4552	4920
经营活动现金流	27	243	599	849	长期借款	1430	1730	1630	1630
资产	-253	-191	-267	-286	其它长期负债	433	433	433	433
投资	-30	0	0	0	非流动负债合计	1863	2163	2063	2063
其他	21	1	-10	-10	负债总计	5181	5681	6615	6983
投资活动现金流	-262	-190	-277	-296	实收资本	869	869	869	869
债权募资	537	169	-100	0	归属于母公司所有者权益	2774	3016	3405	3956
股权募资	13	0	0	0	少数股东权益	296	326	375	445
其他	-296	-155	-199	-247	负债和所有者权益合计	8251	9023	10394	11384
融资活动现金流	254	14	-299	-247					
现金净流量	15	67	23	306					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 09 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

赵玥炜 机械行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 巨一科技,银都股份,欧科亿,杭氧股份,埃斯顿,先导智能,联赢激光,杰瑞股份,海目星

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。