



新股研究-询价策略专题

2020.06.29

## 科创板询价策略—埃夫特

### 询价策略专题

	王政之(分析师)	周天乐(分析师)
	021-38674944	0755-23976003
	wangzhengzhi@gtjas.com	Zhoutianle@gtjas.com
证书编号	S0880517060002	S0880520010003

#### 本报告导读:

综合考虑行业和可比公司估值,以及询价过程中因高价剔除风险产生的抑价行为,我们预计埃夫特发行价格区间为 7.29 元-8.50 元。

#### 摘要:

- 综合考虑行业和可比公司估值,以及询价过程中因高价剔除风险产生的抑价行为,我们预计 6 月 30 日询价的埃夫特对应询价区间在 7.29 元-8.50 元之间。
- 埃夫特是国内工业机器人行业第一梯队企业,市占率处于行业领先。公司调整 EVOLUT 管理层及发展规划,并且汽车工业市场出现“动能转换”,导致公司净利润下行,机器人整机业务 2019 年实现营收 2.31 亿元,系统集成设备营收 10.19 亿元,考虑到国内工业机器人有较大的发展空间、下游行业快速增长、公司技术水平提升,两项业务将保持持续增长。埃夫特从奇瑞科技子公司起家,2014 年 6 月开始进入快速发展阶段,2015 年通过收购 CMA 进入喷涂业务,2016 年收购 EVOLUT 发展打磨、抛光等业务,2017 年收购具有智能柔性技术的 WFC,从而进入主流汽车制造商,通过系统集成带动整机业务,与欧日系工业机器人企业形成差异化竞争;通用工业领域尚处于初级阶段,公司与外资企业处于同一起跑线,具备换道超车条件。公司在伺服驱动、控制系统等核心零部件具备自产能力,通过参股奥一精机实现小批量替换减速器,核心竞争力持续提升,2017 年整机销量占国产机器人的 11.85%,2018 年占比为 9.77%,2015-2018 年间公司多关节工业机器人的产销规模在行业中排名前三,公司完成并购整合和技术消化吸收后,逐步开拓市场,未来将逐步实现扭亏为盈,若可变成本率未来下降 10pcts,则盈亏平衡点降至 10.67 亿元。
- 综合上述分析以及公司招股说明书披露,根据产品或业务上的相似性,我们选择机器人(300024.SZ)、新时达(002527.SZ)、埃斯顿(002747.SZ)、拓斯达(300607.SZ)为可比公司。可比公司 2019 年度市销率为 0.87-7.83 倍,平均值为 5.39 倍;2020 年市销率预测值为 3.76-7.47 倍,平均值为 5.45 倍。
- 我们以可比公司和行业估值为基准,根据招股意向书里已披露的 2019 年营业收入为依据,给予 3.0-3.5 倍 PS 的估值区间,低于可比公司平均市销率,以其预计发行后总股本不超过 52,178 万股来计算,预计发行后市值为 38.03 亿元-44.37 亿元,对应的发行价格区间为 7.29 元-8.50 元。
- **风险提示:**(1)警惕 10% 高价刚性别除风险和市场报价当天的二次博弈行为。(2)对境外子公司管理的内控风险。

### 新股建议询价区间

股票名称(代码)	建议询价区间(元)
埃夫特(688165)	7.29-8.50

### 相关报告

- 科创板询价策略—云涌科技 2020.06.23
- 新股询价策略—国光连锁 2020.06.22
- 新股询价策略—葫芦娃 2020.06.22
- 新股询价策略—锦盛新材 2020.06.22
- 新股询价策略—中船汉光 2020.06.19

## 1. 埃夫特建议申购区间：7.29 元-8.50 元

综合考虑行业和可比公司估值，以及询价过程中因高价剔除风险产生的抑价行为，我们预计 6 月 30 日询价的埃夫特对应询价区间在 7.29 元-8.50 元之间。

市场信息有效性提升导致投资者倾向于获取有效信息后继续向下博弈，而申购上限的提升，导致小规模账户追求时间优先策略趋于无效，询价当天市场博弈行为加剧。

## 2. 主营业务分析

埃夫特是国内工业机器人行业第一梯队企业，市占率处于行业领先。公司 2019 年实现营收 12.68 亿元 (YOY-3.49%)，归母净利润-0.43 亿元 (YOY-93.04%)，扣非后归母净利润为-1.14 亿元 (YOY+32.95%)，其他经营性损益对公司盈利情况影响较大，公司调整 EVOLUT 管理层及发展规划，并且汽车工业市场出现“动能转换”，导致公司净利润下行，机器人整机业务 2019 年实现营收 2.31 亿元，系统集成设备营收 10.19 亿元，预期两项业务实现盈亏平衡点的收入分别为 2.56 亿元、20.78 亿元，考虑到国内工业机器人有较大的发展空间、下游行业快速增长、公司技术水平提升，两项业务将保持持续增长，若可变成成本率未来下降 10pcts，则盈亏平衡点降至 10.67 亿元。埃夫特从奇瑞科技子公司起家，2014 年 6 月开始进入快速发展阶段，2015 年通过收购 CMA 进入喷涂业务，2016 年收购 EVOLUT 发展打磨、抛光等业务，2017 年收购具有智能柔性技术的 WFC，从而进入主流汽车制造商，通过系统集成带动整机业务，与欧日系工业机器人企业形成差异化竞争；通用工业领域尚处于初级阶段，公司与外资企业处于同一起跑线，具备换道超车条件。公司在伺服驱动、控制系统等核心零部件具备自产能力，通过参股奥一精机实现小批量替换减速器，核心竞争力持续提升，2017 年整机销量占国产机器人的 11.85%，2018 年占比为 9.77%，2015-2018 年间公司多关节工业机器人的产销规模在行业中排名前三，公司完成并购整合和技术消化吸收后，逐步开拓市场，未来将逐步实现扭亏为盈。

**国产替代进程提速，通用工业将成为产业链未来增长的主要市场。**中国从 2013 年起成为全球最大工业机器人市场，安装量从 2013 年的 3.66 万台增至 2018 年的 15.40 万台，年化复合增速为 33.29%，销售额则由 18.78 亿美元增至 54.19 亿美元，复合增速达到 23.61%，3C 制造业和汽车制造业消费需求快速增长，成为工业机器人产业链的“蓝海市场”，中国通用工业机器人使用密度仅为 48，远低于韩日德美平均密度 267，通用工业将成为产业链未来增长的主要市场，其中核心零部件占工业机器人成本的 70%左右。当前国产机器人占有率仅为 30%左右，当前国内企业产量规模较小，市场整体较为分散，并且产业链中对核心零部件、整机制造和系统集成等核心技术亟待突破，汽车工业、3C 电子面临行业技术壁垒，未来工业机器人的应用将在通用工业中不断延伸、丰富，工业机器人将趋于轻型化、柔性化，智能工厂的建设助力提升生产效率。

**表 1: 公司近三年营收和归母净利润增速分化**

年度	2017 年	2018 年	2019 年	近三年复合增速
营业收入 (万元)	78184.13	131359.96	126779.76	<b>27.34%</b>
归母净利润 (万元)	-2734.84	-2211.07	-4268.28	-
研发支出 (万元)	6276.61	7757.16	7971.20	<b>12.69%</b>
研发支出占比	8.03%	5.91%	6.29%	
毛利率	11.29%	12.80%	17.03%	
净利率	-4.66%	-1.95%	-4.20%	
ROE	-1.88%	-1.33%	-2.65%	

数据来源: Wind、公司招股说明书、国泰君安证券研究

### 3. 估值区间及同行业对比

综合上述分析以及公司招股说明书披露, 根据产品或业务上的相似性, 我们选择机器人(300024.SZ)、新时达(002527.SZ)、埃斯顿(002747.SZ)、拓斯达(300607.S)为可比公司。可比公司 2019 年度市销率为 0.87-7.83 倍, 平均值为 5.39 倍; 2020 年市销率预测值为 3.76-7.47 倍, 平均值为 5.45 倍。

我们以可比公司和行业估值为基准, 根据招股意向书里已披露的 2019 年营业收入为依据, 给予 3.0-3.5 倍 PS 的估值区间, 低于可比公司平均市销率, 以其预计发行后总股本不超过 52,178 万股来计算, 预计发行后市值为 38.03 亿元-44.37 亿元, 对应的发行价格区间为 7.29 元-8.50 元。

**表 2: 埃夫特预计发行价格对应市销率低于可比公司平均市销率**

代码	简称	营收规模(亿元)	2020E 每股收入(元)	近三年营收复合增速(%)	近三年净利润复合增速(%)	PS LYR 2019 (倍)	PS 2020E (倍)	总市值(亿元)	股价(元)
300024.SZ	机器人	27.45	1.84	5.75	-17.69	7.83	7.47	215.00	13.78
002527.SZ	新时达	35.34	-	1.90	-37.61	0.87	-	30.70	4.95
002747.SZ	埃斯顿	14.21	2.19	14.91	-	6.62	5.11	94.04	11.19
300607.SZ	拓斯达	16.60	18.69	47.38	16.27	6.25	3.76	103.73	70.22
平均						5.39	5.45		
代码	简称	2019 营收规模(亿元)	2019 归母净利润(亿元)	近三年营收复合增速(%)	近三年净利润复合增速(%)	预计发行价格对应 PS 区间(倍)	预计市值区间(亿元)	预计发行价格区间(元)	
688165.SH	埃夫特	12.68	-0.43	27.34	-	3.0-3.5	38.03-44.37	7.29-8.50	

数据来源: Wind、埃夫特招股说明书、国泰君安证券研究。注: 可比公司总市值及股价截取 2020 年 6 月 24 日收盘价, 2020 年每股收入采用 wind 一致预期。

### 4. 风险提示

- (1) 警惕 10% 高价刚性剔除风险和市场报价当天的二次博弈行为。
- (2) 公司主营业务收入中境外占比超 60%, 主要由境外子公司贡献, 存

在一定境外子公司内控管理风险。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		