

## 向通用工业领域加速渗透，工业机器人新星升起

### ——埃夫特(688165)公司深度报告

## 买入|首次评级

#### 报告要点:

● **公司通过外延发展，技术实力飞速提升，为国内“四大家族”之一。**  
 埃夫特是一家工业机器人整机和系统集成制造商，芜湖国资委为实际控制人，2019年公司收入12.68亿元。公司先后收购了海外企业CMA、EVOLUT、WFC，拓展了喷涂、抛光打磨、切割等新的应用场景，产品覆盖3C电子、陶瓷卫浴等通用工业与汽车制造行业。未来伴随公司核心零部件技术的突破，竞争力和盈利能力将极大提升。相比国外机器人“四大家族”，公司与新松机器人、新时达、广州数控被称为“四大家族”。通过外延迅速进行技术吸收，公司整体收入与内生收入均保持高速增长。

● **国内环境优势叠加关键零部件领域技术突破，内资企业正在崛起。**  
 2019年全球工业机器人市场规模为189亿美元，国内市场约占3成比重，但是内资企业收入规模普遍较小，市场份额低。国内工业机器人行业更高的平均增速以及尚处于蓝海的庞大通用领域市场都为内资工业机器人企业提供了良好的生长土壤。国内企业在关键零部件领域的核心竞争力在持续提升，市场份额有望同步扩大。2020年工业机器人行业回暖，内资企业迎来新一轮的发展时机。

● **打造智能共享工厂，向通用工业领域加速渗透。**  
 公司采取智能共享工厂发展战略，在当地政府的政策引导下，集聚区内的广大中小企业可以无需进行相关设备投资，直接通过智能共享工厂进行加工，优化产能，共享工厂由埃夫特提供机器人及智能设备和智能云平台。通过这样的模式，可以为共享工厂带来能产生规模效应的代加工订单，不断积累工艺数据和场景经验，加速机器人向通用领域的渗透，提升公司通用领域机器人的收入增速。

● **投资建议与盈利预测**  
 假设海外疫情持续到2020年年底，在不考虑新的外延情况下，我们预测埃夫特2020-2022年收入分别为9.71、14.81、19.25亿元，归母净利润分别为-5021、-207、2135万元，对应EPS分别为-0.10、0.00、0.04元/股。考虑到我国工业机器人行业的高速增长及公司的龙头地位，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**  
 海外疫情持续恶化、核心零部件自产化率不及预期、海外并购商誉减值风险、应收账款坏账风险、存货跌价风险、政府补助无法持续风险、机器人行业需求增长不及预期、境外技术转化风险、境外经营汇率波动风险等。

#### 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)	1313.60	1267.80	971.00	1481.00	1925.30
收入同比(%)	68.01	-3.49	-23.41	52.52	30.00
归母净利润(百万元)	-22.11	-42.68	-50.21	-2.07	21.35
归母净利润同比(%)	19.15	-93.04	-17.65	95.88	1132.31
ROE(%)	-1.33	-2.65	-2.13	-0.09	0.90
每股收益(元)	-0.04	-0.08	-0.10	0.00	0.04
市盈率(P/E)	-474.33	-245.71	-208.86	-5070.23	491.16

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价/目标价：20.10元/38.33元

目标期限：6个月

#### 基本数据

52周最高/最低价(元)：30.98 / 20.1

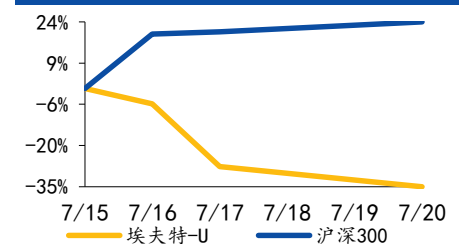
A股流通股(百万股)：118.03

A股总股本(百万股)：521.78

流通市值(百万元)：2372.50

总市值(百万元)：10487.78

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

#### 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

分析师 胡晓慧  
 执业证书编号 S0020517090003  
 电话 021-51097188-1906  
 邮箱 huxiaohui@gyzq.com.cn

## 目 录

1 公司战略眼光独到，外延发展下技术实力飞速提升 .....	4
1.1 公司为国内一线工业机器人制造商 .....	4
1.2 主要产品为系统集成和整机，汽车行业收入占比高 .....	7
1.3 通过外延发展，迅速完成全产业链布局 .....	11
2 2020 年工业机器人行业回暖，自主品牌正在崛起 .....	14
2.1 全球市场规模超千亿，国内行业平均增速更高 .....	14
2.2 自主品牌的关键零部件核心竞争力持续提升 .....	16
2.3 通用领域为国内企业带来快速发展的机遇 .....	18
2.4 2020 年工业机器人产量增速企稳回升 .....	19
3 投资亮点：向通用领域加速渗透，核心零部件自供提升盈利能力 .....	20
3.1 技术吸收能力强，外延内生相辅相成 .....	20
3.2 技术扎实，客户资源充足，收入增长基础牢固 .....	21
3.3 打造智能共享工厂，向通用工业领域加速渗透 .....	22
3.4 核心零部件自供，提升盈利能力 .....	22
3.5 公司 5G、人工智能走在行业前列 .....	23
4 盈利预测及估值 .....	24

## 图表目录

图 1：公司处于工业机器人行业第一梯队 .....	4
图 2：2018 年中国工业机器人自主品牌市场份额 .....	4
图 3：2019 年公司营业收入出现波动 .....	5
图 4：目前公司尚未实现盈利 .....	5
图 5：发行前埃夫特股东对公司的持股情况 .....	6
图 6：2019 年公司营业收入构成（单位：亿元） .....	7
图 7：2019 年公司毛利润构成（单位：万元） .....	7
图 8：公司机器人整机产品示意图 .....	7
图 9：2019 年整机业务收入保持增长 .....	8
图 10：2019 年整机业务毛利率显著改善 .....	8
图 11：整机业务以中小型负载机器人为主 .....	9
图 12：中小型和轻型桌面机器人毛利率提升较快 .....	9
图 13：公司系统集成生产线 .....	9
图 14：2019 年系统集成产品收入出现下滑 .....	10
图 15：2019 年系统集成产品毛利率持续提升 .....	10
图 16：2019 年系统集成业务汽车行业收入占 74% .....	11
图 17：通用工业行业系统集成毛利率波动较大 .....	11
图 18：公司控股子公司及参股公司情况 .....	11
图 19：公司通过外延深化应用场景布局 .....	12
图 20：公司外延并购完成全产业链布局 .....	13

图 21: 全球及中国工业机器人市场规模及增速 .....	14
图 22: 中国工业机器人密度在世界范围内处于较低水平 .....	15
图 23: 2018 年全球工业机器人市场份额分布情况 .....	16
图 24: 2019H1 中国工业机器人市场份额分布情况 .....	16
图 25: 工业机器人产业链 .....	17
图 26: 核心零部件制约国产化替代 .....	17
图 27: 2018 年国际市场工业机器人应用领域分布情况 .....	19
图 28: 2017 年工业机器人主要应用行业销量趋势 .....	19
图 29: 2017 年中国工业机器人主要应用行业国产化率 .....	19
图 30: 2020H1 中国工业机器人产量增速持续回升 .....	20
图 31: 公司打造智能共享工厂加速向通用工业领域渗透 .....	22
图 32: 埃夫特毛利率相对行业龙头有很大提升空间 .....	23
图 33: 汽车行业基于工业云技术的智能制造示意图 .....	24
表 1: 本次发行前后, 公司股本结构 .....	6
表 2: 公司整机业务发展历程 .....	12
表 3: 公司系统集成业务发展历程 .....	13
表 4: 国家多项政策推动国产工业机器人发展 .....	15
表 5: 四大家族核心零部件自供率较高 .....	18
表 6: 多家国内企业布局核心零部件 .....	18
表 7: 2017、2018 年公司内生营收同样实现较快增长 .....	20
表 8: 公司中小型整机产品与四大家族性能较为接近 .....	21
表 9: 公司客户资源丰富 .....	22
表 10: 公司核心零部件自供率有望大幅上升 .....	23
表 11: 工业机器人可比公司估值表(7 月 20 日) .....	24

# 1 公司战略眼光独到，外延发展下技术实力飞速提升

## 1.1 公司为国内一线工业机器人制造商

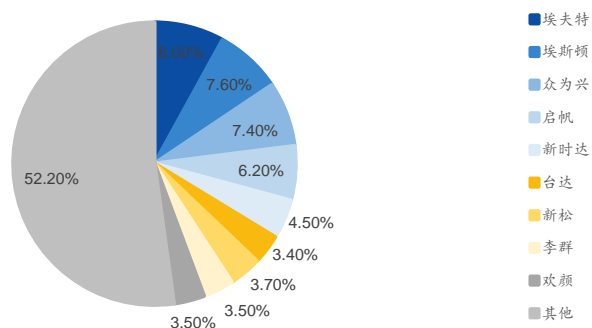
埃夫特是一家工业机器人整机和系统集成制造商，处于国产品牌第一梯队。公司成立于2007年，前身为奇瑞科技子公司“芜湖奇瑞装备有限责任公司”，2012年更名为“安徽埃夫特智能装备有限公司”。相比国外机器人“四大家族”，公司与新松机器人、新时达、广州数控被称为“四小家族”。据《中国机器人产业发展报告（2019）》分析，公司位于国内机器人厂商第一梯队。

图 1：公司处于工业机器人行业第一梯队



资料来源：中国机器人产业发展报告，国元证券研究中心

图 2：2018 年中国工业机器人自主品牌市场份额



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究中心

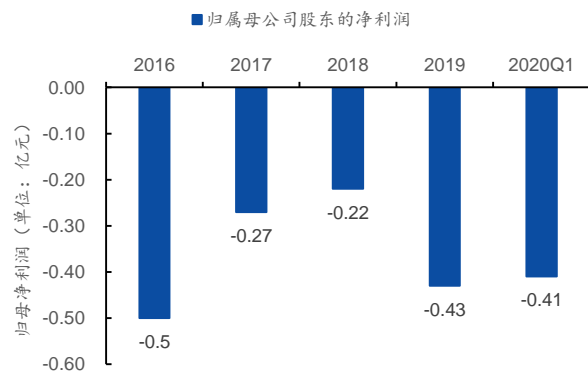
2019 年公司收入 12.68 亿元，目前尚未盈利，随着核心零部件自主化率提升，盈利能力将得到改善。2019 年公司收入增速出现下滑，比较重要的原因是下游汽车行业出现“动能转换”，整体投资放缓，而汽车领域的系统集成是公司的主打产品之一。2017、2018、2019 年，归属于母公司所有者的净利润分别为-2734.84 万元、-2211.07 万元、-4268.28 万元，均处于亏损状态，主要原因是目前公司核心零部件国产化率、自主化率较低，导致整机业务毛利率低，并且，埃夫特境内公司进入系统集成领域较晚，试错成本较高，同时下游市场出现波动，导致系统集成毛利率偏低。随着公司核心零部件国产化率、自主化率提升，以及系统集成业务设计水平逐步提升，综合毛利率将得到改善。

图 3：2019 年公司营业收入出现波动



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

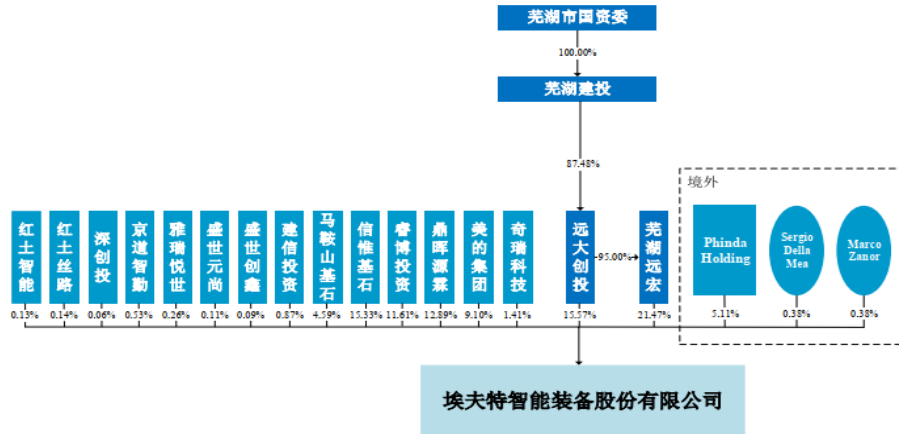
图 4：目前公司尚未实现盈利



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

芜湖远宏为公司控股股东，本次发行后持股比例为 16.10%，公司实际控制人为芜湖市国资委，本次发行后间接持有公司 23.59% 股权。本次发行前公司总股本 3.91 亿股，本次拟公开发行人 1.30 万股，占发行后总股本的 25.00%。本次发行前，公司前五大股东分别为芜湖远宏、远大创投、信惟基石、睿博投资和鼎晖源森。远大创投直接持有公司股份比例为 15.57%，持有芜湖远宏 95% 股权，芜湖远宏为公司控股股东，持股比例为 21.47%，远大创投通过直接和间接方式合计持有公司股权比例为 35.97%。芜湖建设持有远大创投 87.48% 股权，间接持有公司 31.46% 股权，为公司间接控股股东。芜湖建设为芜湖市国资委全资子公司，因此芜湖国资委为公司的实际控制人，间接持有公司股权比例为 31.46%，发行后持股比例为 23.59%。

图 5：发行前埃夫特股东对公司的持股情况



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

表 1：本次发行前后，公司股本结构

股东	发行前		发行后	
	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
<b>一、有限售条件的流通股</b>				
芜湖远宏	8,400.00	21.47	8,400.00	16.10
远大创投	6,093.00	15.57	6,093.00	11.68
信惟基石	6,000.00	15.33	6,000.00	11.50
睿博投资	4,541.51	11.61	4,541.51	8.70
鼎晖源霖	5,044.44	12.89	5,044.44	9.67
美的集团	3,560.00	9.10	3,560.00	6.82
Phinda Holding	2,000.00	5.11	2,000.00	3.83
马鞍山基石	1,794.87	4.59	1,794.87	3.44
奇瑞科技	551.00	1.41	551.00	1.06
建信投资	341.88	0.87	341.88	0.66
京道智勤	207.69	0.53	207.69	0.40
Sergio Della Mea	147.00	0.38	147.00	0.28
Marco Zanor	147.00	0.38	147.00	0.28
雅瑞悦世	100.00	0.26	100.00	0.19
红土丝路	53.00	0.14	53.00	0.10
红土智能	50.00	0.13	50.00	0.10
盛世元尚	42.74	0.11	42.74	0.08
盛世创鑫	34.19	0.09	34.19	0.07
深创投	25.00	0.06	25.00	0.05
<b>二、本次发行流通股</b>				
合计	39,133.32	100.00	52,178.00	100.00

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

## 1.2 主要产品为系统集成和整机，汽车行业收入占比高

公司主要产品为工业机器人系统集成和整机，目前系统集成是最主要的收入和利润来源。2019 年公司系统集成营业收入 10.19 亿元，占总收入比重为 82%，整机营业收入 2.31 亿元，占总收入比重为 18%，系统集成是主要的收入来源。2019 年系统集成业务贡献毛利润 1.54 亿元，占总体毛利润比重为 71%，整机贡献毛利润 5055 万元，占总体毛利润比重为 23%。系统集成业务也是公司主要的利润来源。

图 6：2019 年公司营业收入构成（单位：亿元）

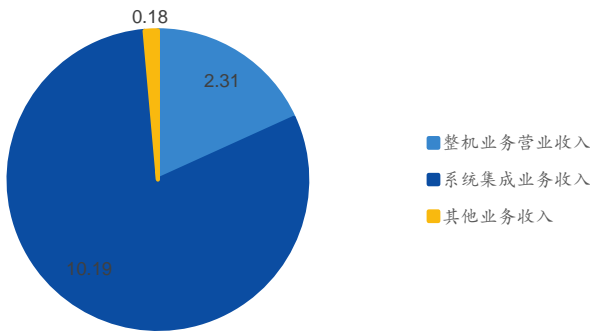
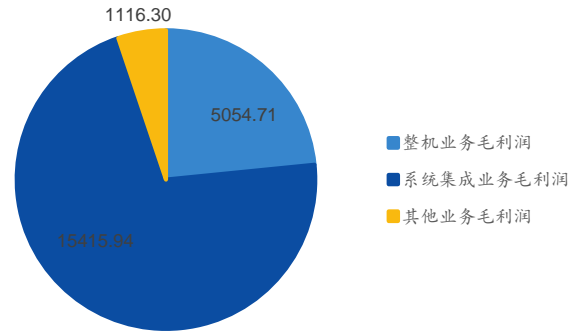


图 7：2019 年公司毛利润构成（单位：万元）

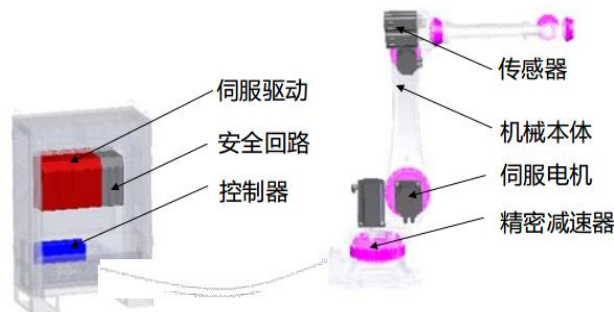


资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

工业机器人是机器人中的一种，主要用于工业自动化。机器人还包括服务机器人和特种机器人。工业机器人整机多为标准化产品，具有弧焊、上下料、装配、搬运、码垛、打磨、喷涂、切割等功能，可应用于汽车零部件、家具制造、陶瓷卫浴、3C 电子等诸多行业，其中汽车和 3C 是最主要的应用场景。构成工业机器人关键的零部件为伺服系统、控制系统和减速器，将不同类型的工业机器人进行组合可以形成系统集成。

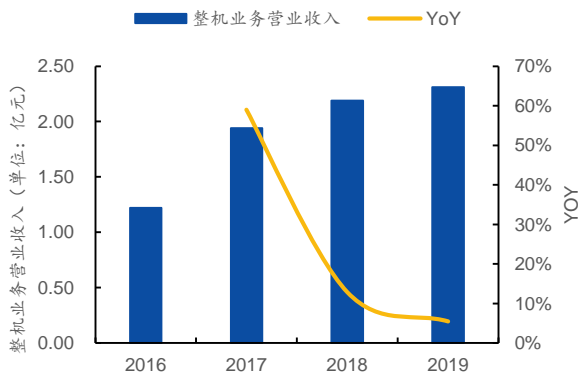
图 8：公司机器人整机产品示意图



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

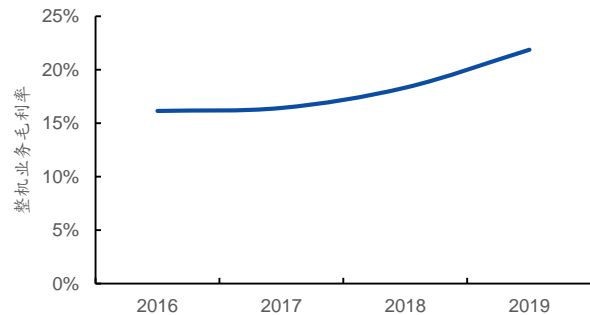
机器人整机业务保持增长，毛利率逐渐上升。公司整机业务近年来保持增长，2017年国内机器人市场需求强劲，收入同比增长58.57%。最近两年，由于贸易战等影响，下游需求出现波动，增速有所放缓，2018年同比增长12.71%，2019年为5.48%。伴随着销量上升和核心零部件采购成本下降，该业务毛利率稳步上升。

图 9：2019 年整机业务收入保持增长



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

图 10：2019 年整机业务毛利率显著改善

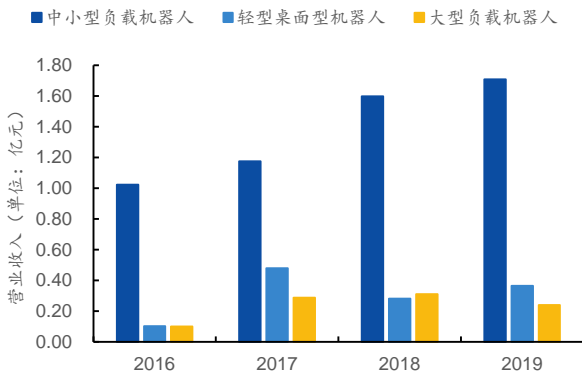


资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

整机业务以中小型负载机器人为主，销量保持快速增长。整机业务按照负载类型包括中小型负载机器人、轻型桌面机器人、大型负载机器人。其中轻型桌面型机器人主要用于 3C 行业的搬运、上下料和教育行业的教学系统；中小型负载机器人主要用于家具行业及集装箱行业的喷涂、卫浴行业的打磨喷涂、钢结构行业的焊接喷涂、金属加工行业的搬运等；大型负载机器人主要用于汽车工业的焊接、搬运及通用工业的搬运和码垛。公司通过将收购公司 CMA 的喷涂技术、EVOLUT 的打磨等技术进行消化吸收，已使中小型负载机器人产品在卫浴、家具等通用工业领域形成核心竞争力，销量持续增长。2019 年大型负载机器人销量下滑主要是汽车工业市场的“动能转换”影响了汽车行业对工业机器人整机的需求，主要应用于汽车零部件市场的大型负载机器人一般为毛利率较高的 6 轴机器人，由于销售比重下降，导致大型负载机器人产品毛利率出现下滑。

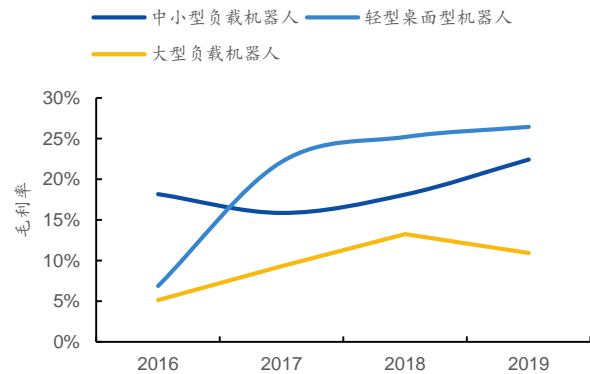


图 11：整机业务以中小型负载机器人为主



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

图 12：中小型和轻型桌面机器人毛利率提升较快



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

系统集成成为多种工业机器人的组合，为下游需求打造解决方案。公司系统集成业务包括焊接和铆接、搬运和检测、喷涂、打磨和抛光、铸造、智能物流与输送等解决方案。通过系统集成业务可以获得用户需求并对整机设计进行反馈，同时可以渗透进特定行业的应用领域，带动整机业务发展。

图 13：公司系统集成生产线



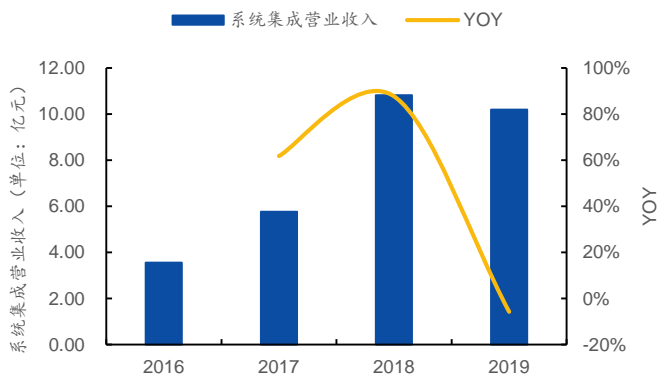
资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

通过外延并购，系统集成业务增长迅速，2019 年受到汽车行业需求放缓影响以及经营策略调整，收入增速有所下滑。由于公司分别于 2016 年和 2017 年收购了 EVOLUT 和 WFC 两家系统集成商，公司系统集成业务增长幅度较大。2017-2019 年，公司系统集成的收入分别为 5.76 亿元、10.81 亿元、10.19 亿元，复合增长率为 32.95%，扣除并购 WFC 收入，复合增长率为 1.38%。2019 年系统集成收入下降，主要原因包括：境外子公司 EVOLUT 战略转型，收缩业务规模；下游汽车行业出现“动能转

换”，行业整体投资放缓；伴随对海外公司技术的承接，境内主体主动切换目标项目类型，切换需要过程，影响了2019年国内系统集成收入的确认。

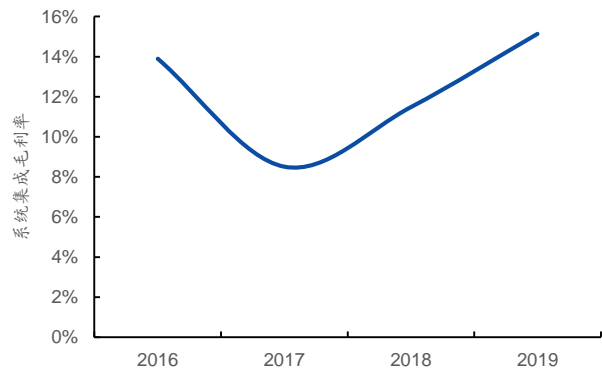
**2019年，系统集成毛利率有较大幅度提升主要来自汽车行业系统集成毛利率进一步改善。**伴随着公司对于收购公司核心技术的吸收与转化与上游核心零部件采购成本的持续下降，系统集成业务毛利率有望持续提升。

图 14：2019 年系统集成产品收入出现下滑



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

图 15：2019 年系统集成产品毛利率持续提升

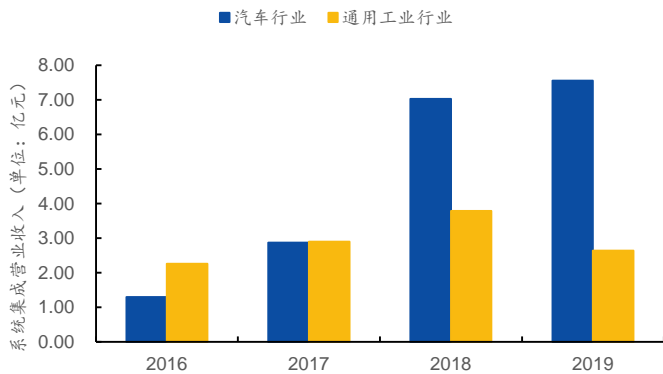


资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

系统集成下游应用主要包括汽车与通用工业行业，目前来自汽车行业收入占比较高，收入和利润率保持提升。公司通过外延并购 WFC 与自主研发形成了掌握核心技术的生产线，境内公司的汽车行业系统集成收入也出现了大幅增长，2019 年系统集成业务汽车行业收入占比 74%。汽车行业系统集成毛利率进一步改善，一方面由于 WFC 的汽车白车身焊装业务毛利率回升，另一方面，由于吸收海外先进技术，国内公司在汽车行业的系统集成业务核心竞争力逐步增强。

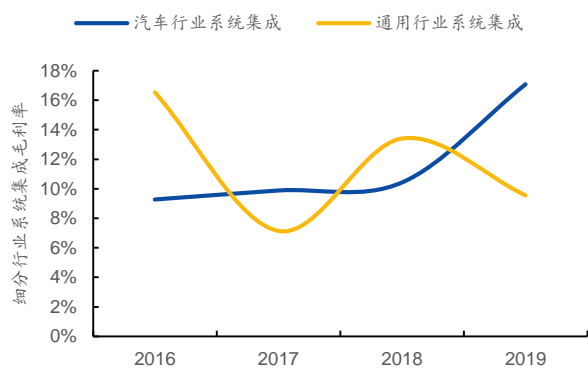
**2019 年受子公司 EVOLUT 战略转型影响，公司通用行业系统集成收入和毛利率出现下降。**2019 年度 EVOLUT 作为过渡期，营业收入大幅下降。2019 H2，公司将原 EVOLUT 管理层、核心人员大幅调整，同时调整了 EVOLUT 的发展规划，将 EVOLUT 定位为欧洲系统集成技术中心和示范应用中心，主动控制营收规模，主动筛选客户，同时 EVOLUT2019 年度将人力及物力重点投入关停以前年度订单工作，相应的减少了新接订单。2019 年，公司通用行业系统集成项目的毛利率较 2018 年下降 3.85pct。主要是 EVOLUT 战略转型，同时集中关闭以前年度订单，过程中产生部分超出原协议的成本。

图 16：2019 年系统集成业务汽车行业收入占 74%



资料来源：招股说明书、国元证券研究中心

图 17：通用工业行业系统集成毛利率波动较大

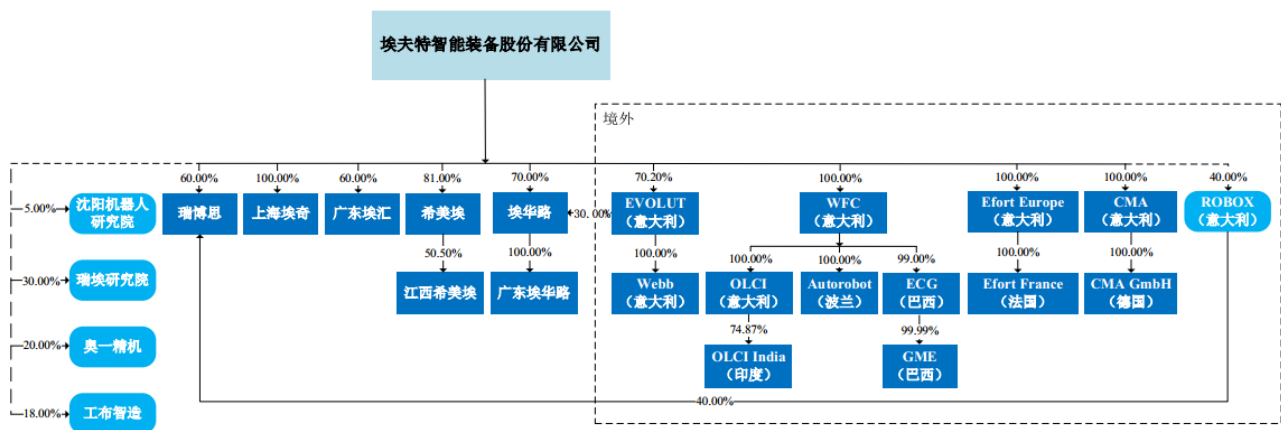


资料来源：招股说明书、国元证券研究中心

### 1.3 通过外延发展，迅速完成全产业链布局

公司通过外延并购迅速吸收国外先进制造技术，同时拓展更多应用场景。机器人产业国外起步早，技术领先国内多年，外延并购海外企业的方式比较适合机器人行业，直接吸收国外先进技术可以缩短自主研发周期，降低研发成本。公司先后收购了海外企业 CMA、EVOLUT、WFC，拓展了喷涂、抛光打磨、切割等新的应用场景，产品覆盖 3C 电子、陶瓷卫浴等通用工业与汽车制造行业。

图 18：公司控股子公司及参股公司情况



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

图 19：公司通过外延深化应用场景布局

业务布局	行业						
	卫陶家具	五金	铸造	消费电子	汽车及零部件	轨道交通	食品饮料
应用							
喷涂	CMA (希美埃)						
抛光打磨	EVOLUT (埃华路)						
切割		埃夫特					
上下料	埃夫特				W. F. C		
码垛		埃夫特					
涂胶		埃夫特			W. F. C		
焊接		埃夫特			W. F. C		

资料来源：招股说明书、国元证券研究中心

**收购 CMA、ROBOX 掌握机器人整机核心技术。**公司整机业务原为面向汽车行业的点焊、搬运等需求的大型负载机器人。公司收购意大利喷涂企业 CMA 并设立芜湖希美埃，引进、消化、吸收 CMA 智能喷涂机器人技术，开拓了喷涂机器人产品。参股意大利控制器、驱动器生产企业，吸收控制系统和操作平台核心技术，设立子公司瑞博思作为承接技术平台，帮助公司提升机器人核心零部件的自产化率，降低核心零部件的采购成本，从而提升公司核心竞争力。

表 2：公司整机业务发展历程

时间	产品发展
2007-2012	面向汽车行业点焊、搬运和涂胶需求，开发大型负载机器人
2011-2014	面向通用工业领域，如卫浴、金属加工，开发中小型负载机器人
2015-2016	吸收 CMA 技术开发中小型负载喷涂机器人，针对 3C 开发轻型桌面机器人
2017	面向通用工业领域，丰富了中小型负载机型，丰富喷涂市场产品线，开始导入国产零部件
2018-至今	批量导入自主 ROBOX 平台控制器、伺服驱动器和奥一减速机 丰富协作机器人产品线，自主研发高性能机器人控制与驱动硬件技术

资料来源：招股说明书、国元证券研究中心

**收购 WFC 和 EVOLUT，打开系统集成市场。**公司收购白车身焊接生产线系统集成商 WFC，吸收掌握其柔性生产线核心技术，同时借助 WFC 客户资源打开全球汽车行业市场。收购系统集成商 EVOLUT 利用其在该领域丰富的经验帮助公司完善在铸造、锻造、金属加工等通用工业领域的系统集成工艺，同时其智能视觉检测、识别技术等核心技术也有效提升了公司竞争力。公司收购 WFC 后将其自动化柔性焊接技术消化吸收并持续研发，形成了基于 AGV 调度和 CUBO 主拼的超柔性技术，基于 AGV 调度和定位方式，完成机器人焊装夹具和工装的柔性切换，同时配以特殊的 CUBO

主拼解决方案以及整个焊装线体模块化设计方案，实现不限车型种类的超柔性混线生产。公司已将核心技术应用于北汽南非制造项目、赛麟超级汽车制造基地项目、奇瑞巴西项目、华晨新日项目上。

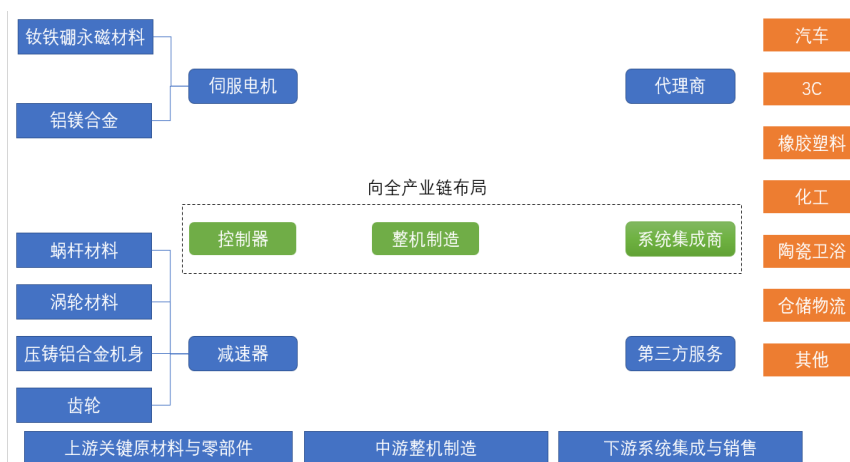
表 3：公司系统集成业务发展历程

时间	产品发展
2008-2014	无系统集成业务
2015	组建团队进行业务探索
2016	形成面向五金的标准抛光、打砂解决方案；吸收 CMA 技术后形成标准的机器人喷涂工作站解决方案；形成了汽车焊装分拼夹具设计和制造能力
2017	吸收 EVOLUT 技术，形成智能抛光和打磨系统解决方案；形成面向金属加工、铸造领域整线方案能力
2018-至今	吸收 WFC 技术开发高端车身焊装自动化工艺技术；吸收 WFC 技术后创新多 AGV 调度和 CUBO 主拼的超柔性焊装技术；自主研发机器人智能焊接成套解决方案

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

公司通过积极的海外并购，业务范围已经覆盖产业链上游。以子公司瑞博思为生产主体的控制器；产业链中游—整机制造；产业链下游—系统集成的全产业链覆盖。未来伴随着公司在机器人整机核心零部件领域的技术突破，继续向产业链上游深入延伸。

图 20：公司外延并购完成全产业链布局



资料来源：中国科技资源导刊，国元证券研究中心

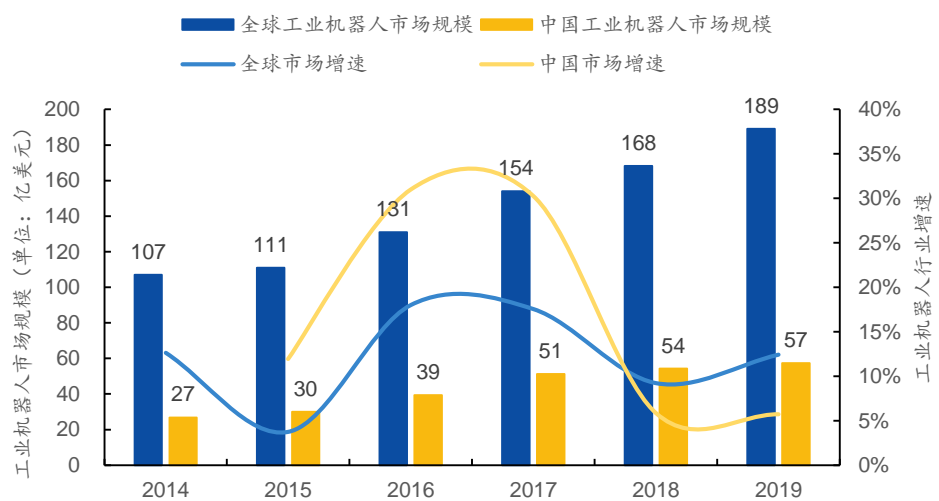
## 2 2020 年工业机器人行业回暖，自主品牌正在崛起

### 2.1 全球市场规模超千亿，国内行业平均增速更高

2019 年全球工业机器人市场规模为 189 亿美元，国内市场占约 3 成比重。根据前瞻产业研究院数据，2019 年全球工业机器人销售额为 189 亿元，同比增长 12%。中国工业机器人销售额为 57 亿美元，约占全球市场的 1/3，同比增长 6%。根据 IFR 分析，工业机器人系统集成市场规模为整机市场规模的 3 倍，同时根据哈工大机器人集团编制的《中国机器人产业分析报告（2018）》分析，至 2020 年市场规模将达到 1042 亿元。

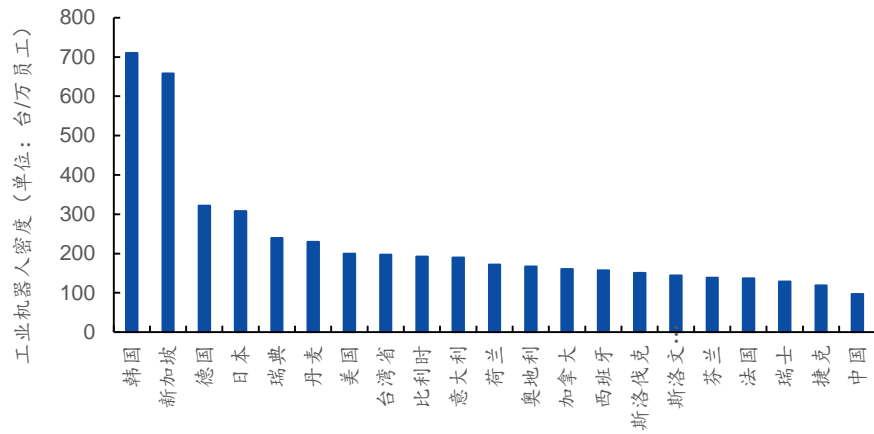
2015-2019 年，国内工业机器人行业销售额平均增速高于全球水平。2015-2019 年全球工业机器人市场的平均增速为 12%，而中国市场的平均增速达到 17%。主要原因是不同市场所处的发展阶段不同，目前国内机器人行业密度远低于主要发达国家，但是随着中国人口红利的逐渐消失，生产制造更加依赖技术进步，工业机器人密度提升成为必然趋势。

图 21：全球及中国工业机器人市场规模及增速



资料来源：IFR，前瞻产业研究院，国元证券研究中心

图 22：中国工业机器人密度在世界范围内处于较低水平



资料来源：IFR, 国元证券研究中心

**国家政策推动行业持续发展。**工业机器人已经成为我国重点发展的战略性新兴产业，国家与地方政府相继出台多项扶持政策大力支持发展机器人产业。中国目前处于制造业转型升级的重要时期，自动化、智能化成为主要的转型升级方向，同时人口红利的逐渐消失也使制造业走向自动化成为必然。

表 4：国家多项政策推动国产工业机器人发展

时间	发布单位	政策	相关内容
2018 年 10 月	工信部、国家标准化委员会	《国家智能制造标准体系建设指南（2018 年版）》	到 2019 年累计制修订 300 项以上智能制造标准全面覆盖基础共性标准和关键技术标准，逐步建立起较为完善的智能制造标准体系。
2017 年 12 月	工信部	《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划（2018-2020 年）》	到 2020 年，数字化车间的运营成本降低 20%，产品研制周期缩短 20%；智能工厂产品不良品率降低 10%，能源利用率提高 10%
2016 年 11 月	国务院	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	构建工业机器人产业体系， <b>全面突破高精度减速器、高性能控制器、精密测量等关键技术与核心零部件</b>
2016 年 9 月	工信部、财政部	《智能制造发展规划（2016-2020 年）》	到 2020 年实现：1. <b>智能制造关键技术装备国内市场满足率超 50%</b> ，核心支撑软件国内市场满足率超过 30%；2. 制（修）订智能制造标准 200 项以上；3. 培育 40 个以上主营业务收入超过 10 亿元具有较强竞争力的系统解决方案提供商；4. 制造业重点领域企业数字化研发设计工具普及率超 70%，关键工序数控化率超过 50%， <b>数字化车间/智能工厂普及率超过 20%</b> 。

2016年3月	工信部、发改委、财政部	《机器人产业发展规划（2016-2020）》	到2020年实现：1.自主品牌工业机器人年产量达到10万台，六轴及以上工业机器人年产量达到5万台以上。培育3家以上具有国际竞争力的龙头企业，打造5个以上机器人配套产业集群；2.工业机器人速度、载荷、精度、自重比等主要技术指标达到国外同类产品水平，平均无故障时间达到8万小时；3.机器人用精密减速器、伺服电机及驱动器、控制器的性能、精度、可靠性达到国外同类产品水平，在六轴及以上工业机器人中实现批量应用，市场占有率达到50%以上；4.完成30个以上典型领域机器人综合应用解决方案，并形成相应的标准和规范，实现机器人在重点行业的规模化应用，机器人密度达到150以上。
---------	-------------	------------------------	---

资料来源：工信部，财政部等政府部门，国元证券研究中心

## 2.2 自主品牌的关键零部件核心竞争力持续提升

全球工业机器人市场集中度较高，四大家族借助汽车产业升级，奠定全球领先地位。全球机器人市场主要以工业机器人“四大家族”为代表的欧、日系企业占领，工业机器人四大家族市场份额合计达到50%以上。四大家族随汽车产业升级迅速发展，奠定全球领先的市场地位。这类企业产品具有稳定性、精度、负载、运动控制等方面的性能优势，同时产业布局涵盖上游核心零部件及下游系统集成，关键零部件自产化率高，目前国内市场也是以外资为主导。

工业机器人整机制造企业的代表性公司包括发那科（FANUC）、安川（Yaskawa）、ABB、库卡（KUKA）。发那科成立于1956年，为日本企业，主营专业数控系统生产，其工业机器人精度高，工艺控制敏捷，小型化优势明显。安川电机成立于1915年，同样为日本企业，以关键零部件伺服和运动控制器起家。ABB为瑞士企业，其生产的工业机器人广泛应用于焊接、装配、铸造等很多领域。库卡为德国企业，其工业机器人应用广泛，涉及到汽车、自动化、金属加工、食品和塑料等产业。

工业机器人系统集成企业的代表性公司包括ABB、库卡、爱孚迪、柯马等。爱孚迪为德国智能制造企业，成立于1974年，主营业务是为德国、美国、日本、中国等国的汽车制造商提供柔性自动化制造系统，近年其业务范围还扩展至家电等非汽车行业。

图 23：2018 年全球工业机器人市场份额分布情况

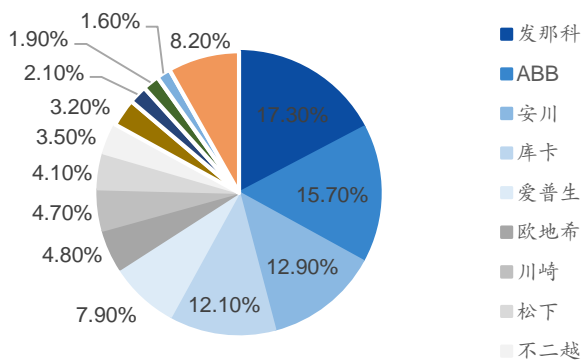
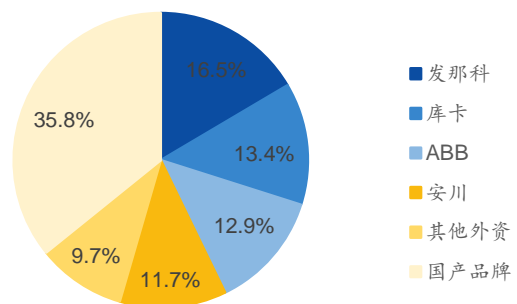


图 24：2019H1 中国工业机器人市场份额分布情况



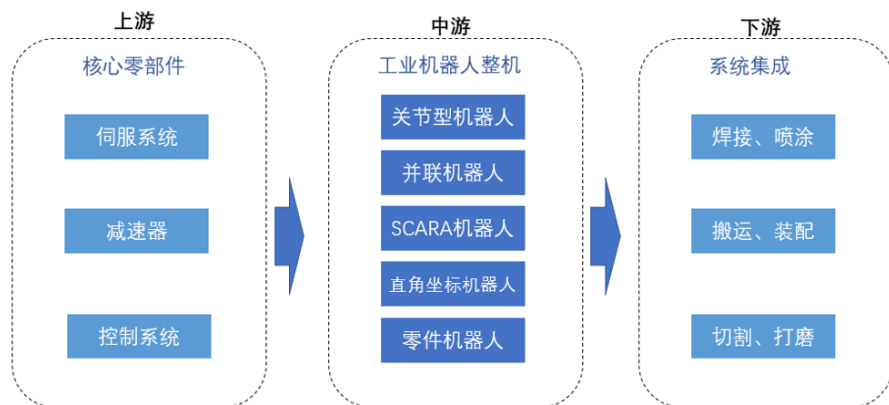
资料来源：中国产业信息网、国元证券研究中心

资料来源：速途研究院，国元证券研究中心



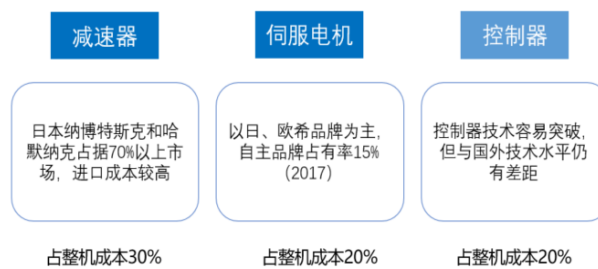
核心零部件占整机成本的 70%，外资龙头企业掌控零部件制造核心技术。整个工业机器人产业链包括上游核心零部件、中游整机制造以及下游系统集成。工业机器人核心零部件包括减速器、伺服电机与控制器，分别约占整机成本的 30%、20%和 20%。龙头企业中安川电机主要优势集中于伺服系统和运动控制器，发那科优势在于数控系统，库卡优势在于控制系统和机器人整机，ABB 优势在于控制系统。原先国产企业核心零部件依赖进口，较低的规模导致议价能力较弱，高额的进口价格降低了国产企业竞争力。

图 25：工业机器人产业链



资料来源：招股说明书、国元证券研究中心

图 26：核心零部件制约国产化替代



资料来源：中国科技资源导刊，国元证券研究中心

根据四大家族的产业链供给情况，除库卡的伺服电机还需要外购外，其余均可以实现伺服电机、控制系统的自产，从而大幅降低整机成本，提升毛利率，最终创造公司的核心竞争力。

**表 5：四大家族核心零部件自供率较高**

机器人技术	ABB	发那科	库卡	安川电机
减速器	外购	外购	外购	外购
伺服	自产	自产	外购	自产
控制系统	自产	自产	自产	自产
本体	自产	自产	自产	自产
系统集成	自产	自产	自产	自产

资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究中心

**国产自主品牌的关键零部件核心竞争力持续提升。**近年来我国工业机器人呈现高速发展态势，工业机器人本体出货量增长带动国产核心零部件企业稳步发展。在三大核心零部件当中，控制器产品在软件方面的响应速度、易用性、稳定性方面仍稍有欠缺，硬件平台在处理性能和长时间稳定性方面已经与国外产品水平相当。在原本外资企业占据较大优势的伺服系统和减速器领域，国产企业经过多年积累和技术沉淀，已经逐步获得国际市场认可，产品竞争力及销售量持续提升。

**表 6：多家国内企业布局核心零部件**

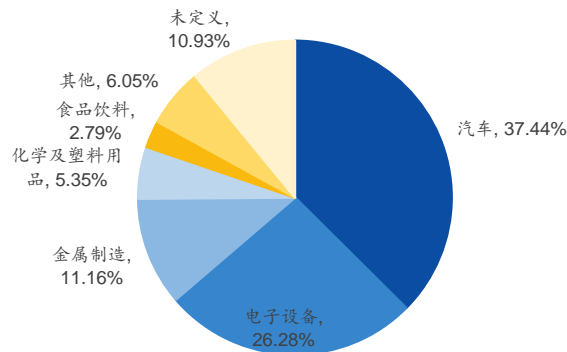
核心零部件	企业
伺服电机	英威腾、埃斯顿、汇川技术、华中数控、新时达
减速器	上海机电、南通振康、浙江恒丰泰、苏州绿的
控制器	沈阳新松、固高科技、埃夫特、埃斯顿、广州数控

资料来源：中国科技资源导刊，国元证券研究中心

### 2.3 通用领域为国内企业带来快速发展的机遇

**汽车、3C 领域以外的行业，由于产品非标准化程度高，自动化率普遍不高，国内外企业处于同一起跑线。**以工业机器人四大家族为代表的欧、日系工业机器人产品目前主要以汽车工业机器人为主，除 3C 行业以外的通用工业自动化率普遍不高，原因是汽车和电子制造行业标准化程度较高，属于单件大批量制造，是比较适合机器人的应用场景。其他通用工业领域中通常是量大面广的中小企业，非标准化程度高，相对汽车及 3C 产品而言，并不是应用机器人理想的场景。这类行业目前机器人使用密度低，2017 年韩国汽车工业机器人使用密度为 2435 台/万人，而通用工业仅有 533 台/万人。

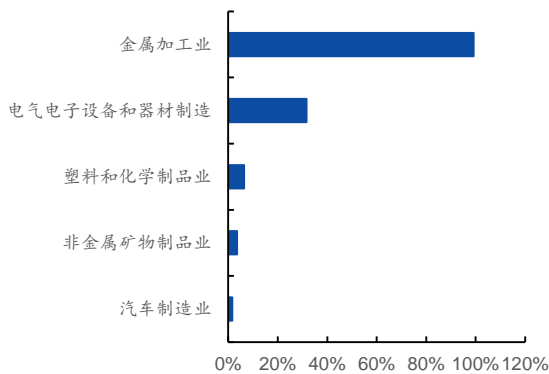
图 27：2018 年国际市场工业机器人应用领域分布情况



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究中心

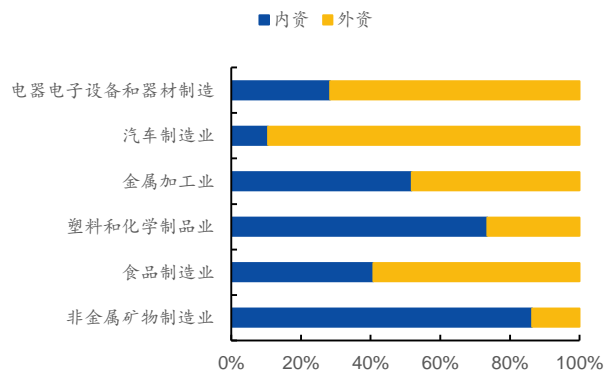
目前在通用行业部分领域，工业机器人应用发展迅速，国内机器人制造企业具有相对优势。由于客户规模小，非标准化严重，相对于汽车、3C 市场而言，巨头暂未充分涉足，国内企业面临的竞争压力相对较小。2017 年国内金属加工机器人销量同比增长 99%，从国内的市场份额来看，内资企业占据优势。2017 年非金属矿物、塑料和化学制品业、金属加工业国产化率分别达到 86%、74%、52%。

图 28：2017 年工业机器人主要应用行业销量趋势



资料来源：IFR，CRIA，国元证券研究中心

图 29：2017 年中国工业机器人主要应用行业国产化率



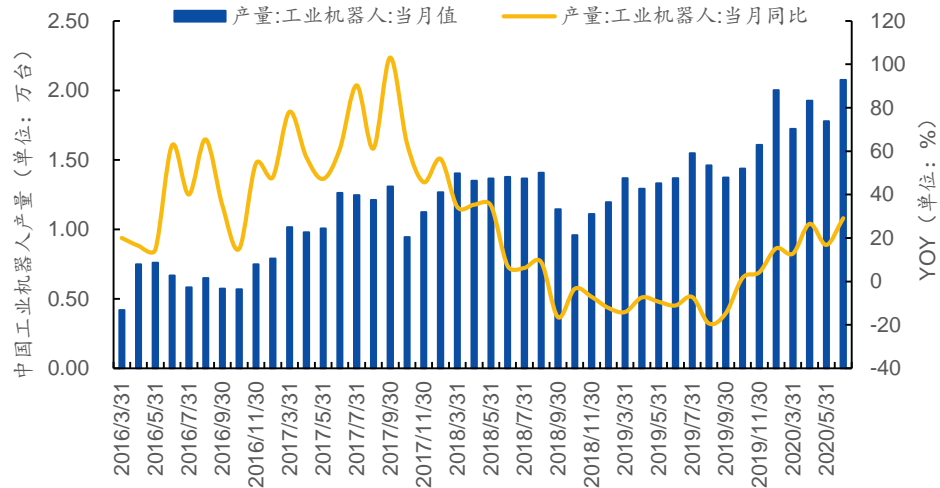
资料来源：IFR，CRIA，国元证券研究中心

## 2.4 2020 年工业机器人产量增速企稳回升

行业具有明显的周期性，2019Q4-2020H1 工业机器人产量增速企稳回升。2018 年以来，全球实体经济增长乏力，中国汽车行业、中小企业景气度不高，削弱了汽车工业、通用工业企业的固定资产投资计划，自动化资本支出下滑。我国工业企业产成品周期持续时间约为 3-4 年，每轮周期平均上行 1-2 年、下行 2 年。新一轮周期从 2016 年起上行运行至 2018 年年中，随后转入下行期，预计行业将在 2020 年结束下行周期。此外，2020 年以来，在新冠疫情冲击下，全球口罩需求急速上升，工业机器人

公司纷纷布局了口罩机用的伺服系统或者整机业务，促进了行业产量增长。伴随行业回暖，国内机器人企业迎来新一轮发展时机。

图 30：2020H1 中国工业机器人产量增速持续回升



资料来源：国家统计局、国元证券研究中心

### 3 投资亮点：向通用领域加速渗透，核心零部件自供提升盈利能力

#### 3.1 技术吸收能力强，外延内生相辅相成

公司整体收入与内生收入均保持高速增长。2016 年至 2018 年公司的营业收入大幅增长主要系外延式并购带来的营业收入增长，公司 2017 年 9 月末收购了 WFC，为公司 2016 至 2018 年贡献的收入(扣除内部交易)金额分别为 0 万元、14,380.20 万元和 48,593.19 万元。扣除上述 2016 年至 2019 年内并购带来的营业收入，公司内生的营业收入在 2017 年至 2018 年增速分别达到 26.67%、29.72%，主要受益于中国工业机器人及系统集成行业整体向好，公司通过自主研发以及境外并购吸收消化技术双轮驱动。

表 7：2017、2018 年公司内生营收同样实现较快增长

项目	2016	2017	2018	2019
当期营业收入	5.04	7.82	13.14	12.68
并购带来的营业收入		1.44	4.86	5.74
扣除并购影响后营业收入	5.04	6.38	8.28	6.94
扣除并购影响后收入增长率		26.67%	29.72%	-16.19%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

### 3.2 技术扎实，客户资源充足，收入增长基础牢固

公司中小型整机产品性能与四大家族品牌产品接近，大负载型机器人是国内品牌中较少的可以应用到汽车行业的产 品。公司主力机型为 3 公斤负载、7 公斤负载和 20 公斤负载。经国家机器人检测与评定中心评定，公司 3 公斤负载、7 公斤负载和 20 公斤负载产品在线性轨迹精度、线性轨迹重复性等指标上，与国际知名品牌水平接近，公司大负载型机器人是国内品牌中较少的可以应用到汽车行业的产 品。公司主力机型中 3 公斤负载机器人自重较轻，为轻型桌面型机器人，主要用于 3C 行业的搬运、检测、上下料及教育行业的教学系统；公司 7 公斤负载机器人均为轻型桌面型机器人，主要用于金属加工及 3C 行业的搬运上下料；公司 20 公斤负载机器人均为中小型机器人，可以实现喷涂、打磨、焊接等功能。

表 8：公司中小型整机产品与四大家族性能较为接近

负载	性能参数	欧系四大家族产品	公司产品
3KG	线性轨迹精度 (mm)	0.21-0.38	10%速度时 0.218mm; 50%速度时 0.361mm; 100%速度时 0.81mm
	线性轨迹重复性 (mm)	0.07-0.16	10%速度时 0.023mm; 50%速度时 0.035mm; 100%速度时 0.04mm
7KG	线性轨迹精度 (mm)	0.77	10%速度时 0.975mm; 50%速度时 0.859mm; 100%速度时 0.858mm
	线性轨迹重复性 (mm)	0.02	10%速度时 0.037mm; 50%速度时 0.042mm; 100%速度时 0.041mm
20KG	线性轨迹精度 (mm)	0.55	10%速度时 0.419mm; 50%速度时 0.399mm; 100%速度时 0.438mm
	线性轨迹重复性 (mm)	0.13	10%速度时 0.02mm; 50%速度时 0.019mm; 100%速度时 0.047mm

资料来源：招股说明书，公开产品手册，国元证券研究中心

公司客户与市场资源丰富，特别是准入要求严格的汽车工业，与国内其他公司相比竞争优势明显。通过将公司收购的 CMA、EVOLUT、WFC 公司等客户、市场资源与公司自身进行资源整合，公司在全球范围内积累了汽车、航空、轨交及通用工业的各类客户资源，特别是准入要求严格的汽车工业，公司借助 WFC 打入市场，与国内其他公司相比竞争优势明显。

表 9：公司客户资源丰富

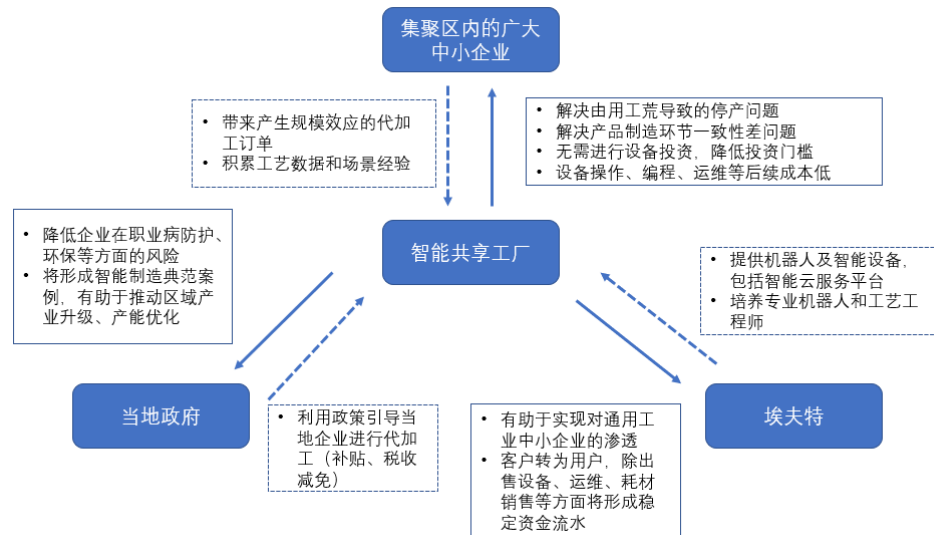
下游行业	客户
汽车工业	菲亚特克莱斯勒、通用、大众、丰田、雷诺、北汽、奇瑞、吉利等
通用工业-汽车零部件	法雷奥、麦格纳、马瑞利、布雷诺、Valmet 等
通用工业-航空及轨道交通	中车集团、中国商飞、阿尔斯通等
通用工业-电子电器	蓝思科技、长盈精密等
通用工业-其他	中集集团、京东物流、鸿路钢构、箭牌卫浴、全友家居、双虎家私等

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

### 3.3 打造智能共享工厂，向通用工业领域加速渗透

智能共享工厂商业模式落地，推进公司机器人向下游通用行业领域渗透，带来更多业务收入。南康智能共享喷涂中心是埃夫特“共享工厂”技术创新+商业模式创新在家具行业首个落地项目。在当地政府的政策引导下，集聚区内的广大中小企业可以无需进行设备投资，直接通过智能共享工厂进行加工，降低设备操作、编程、运维等后续成本。共享工厂由埃夫特提供机器人及智能设备和智能云平台。通过这样的模式，可以为共享工厂带来能产生规模效应的代加工订单，优化产能，不断积累工艺数据和场景经验，加速机器人向通用领域的渗透，提升公司通用领域机器人的收入增速。

图 31：公司打造智能共享工厂加速向通用工业领域渗透



资料来源：公司公开资料，国元证券研究中心

### 3.4 核心零部件自供，提升盈利能力

2018 年下半年自供核心零部件开始试产，产品利润率有望提升。我国工业机器人由于起步较晚，受到外资品牌技术垄断，以往核心零部件依赖进口。议价能力弱，导致

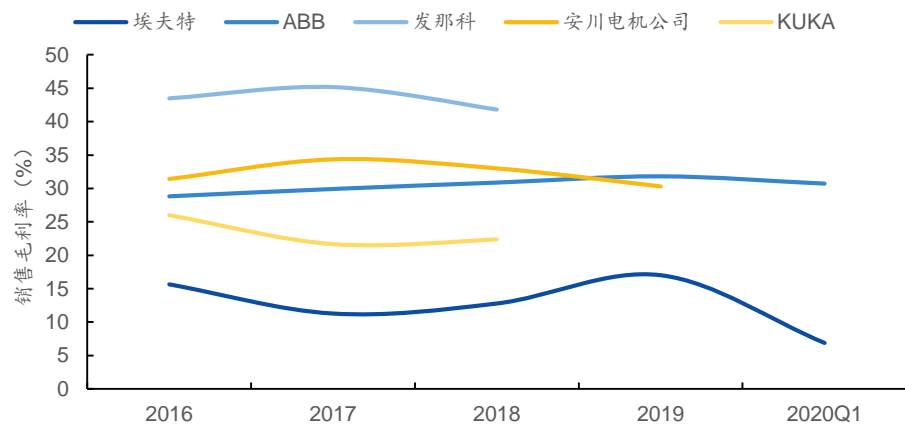
国内企业核心零部件进口成本较高。与国内竞争对手相比，公司是少数同时布局了核心零部件、整机制造、系统集成的厂商。公司核心零部件由控股公司瑞博思研发、生产并配套用于公司机器人整机产品。2018H2 核心零部件试产，毛利率将得到提升，公司整体毛利率与国际龙头毛利率相比存在较大提升空间。

表 10：公司核心零部件自供率有望大幅上升

公司	减速器	伺服系统		控制系统
		驱动	电机	
新松机器人	外购	外购	国产化替代中	国产化替代中
埃斯顿	部分外购	自产	自产	收购 TRIO, 国产化替代中
新时达	外购	自产	外购	少量自产
埃夫特	外购, 战略参股奥一精机, 已开始小批量替换	自产, 在试产阶段	外购	自产, 2019 年开始批量替换

资料来源：Ofweek，上市公司公告，国元证券研究中心

图 32：埃夫特毛利率相对行业龙头有很大提升空间



资料来源：wind，招股说明书，国元证券研究中心

### 3.5 公司 5G、人工智能走在行业前列

公司是国内厂商中少数布局下一代智能工业机器人系统（已获得工信部立项）等世界前沿性机器人与智能制造升级技术的厂商。机器人智能化是未来发展趋势，结合 5G 通信技术、互联网和 AI 技术，未来机器人将实现更多的功能，工业云将更全面地服务实体经济。智能机器人、工业云平台未来将成为工业机器人产业的增量市场，为国产机器人品牌提供新赛道。公司目前已在发展方向、实施主体、技术基础上为业务拓展做好了充足准备。

图 33：汽车行业基于工业云技术的智能制造示意图



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

## 4 盈利预测及估值

公司主要生产经营地中国、意大利、巴西，先后成为疫情严重的地区，其他境外生产经营地如波兰和印度的疫情也逐渐加重，这对公司生产经营造成了较大的负面影响。假设海外疫情持续到 2020 年年底，在不考虑新的外延情况下，我们预测埃夫特 2020-2022 年收入分别为 9.71、14.81、19.25 亿元，归母净利润分别为 -5021、-207、2135 万元，对应 EPS 分别为 -0.10、0.00、0.04 元/股。考虑到我国工业机器人行业的高速增长及公司的龙头地位，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11：工业机器人可比公司估值表(7 月 20 日)

排名	代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)	企业价值/收入(倍)	企业价值/EBITDA(倍)
				TTM	20E	21E			
		中位值	133.44	68.42	31.13	23.64	5.53	8.46	34.63
1	002698.SZ	博实股份	142.61	234.47	116.87	85.32	8.77	11.88	87.41
2	002747.SZ	埃斯顿	133.44	39.97	31.13	23.64	5.53	8.46	34.63
3	002527.SZ	新时达	33.43	68.42	23.43	17.97	1.35	1.47	20.13

资料来源：Wind，国元证券研究中心

## 5 风险提示

- (1) 海外疫情持续恶化；
- (2) 核心零部件自产化率不及预期、海外并购商誉减值风险；



- (3) 应收账款坏账风险；
- (4) 存货跌价风险；
- (5) 政府补助无法持续风险；
- (6) 机器人行业需求增长不及预期；
- (7) 境外技术转化风险；
- (8) 境外经营汇率波动风险。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1716.39	1664.80	1779.83	2237.56	2760.67
现金	468.59	240.41	682.95	740.50	962.65
应收账款	524.84	554.23	364.20	542.34	687.57
其他应收款	53.35	34.10	34.10	34.10	34.10
预付账款	22.46	27.07	21.24	31.63	40.87
存货	542.38	573.88	495.21	676.08	794.19
其他流动资产	104.78	235.12	182.13	212.91	241.29
<b>非流动资产</b>	1157.30	1133.23	1369.81	1370.20	1376.32
长期投资	43.16	43.66	43.66	43.66	43.66
固定资产	277.58	303.85	332.32	365.94	404.48
无形资产	332.81	304.36	272.21	240.06	207.91
其他非流动资产	503.75	481.36	721.62	720.54	720.26
<b>资产总计</b>	2873.69	2798.03	3149.65	3607.76	4136.99
<b>流动负债</b>	858.17	847.46	464.94	930.33	1433.21
短期借款	234.63	274.12	0.00	295.24	647.43
应付账款	356.83	350.82	275.26	409.95	529.72
其他流动负债	266.71	222.52	189.69	225.13	256.05
<b>非流动负债</b>	356.92	334.21	330.84	331.69	332.25
长期借款	64.60	59.43	59.43	59.43	59.43
其他非流动负债	292.33	274.78	271.41	272.26	272.82
<b>负债合计</b>	1215.09	1181.67	795.78	1262.02	1765.46
少数股东权益	-0.13	8.64	-1.70	-2.12	2.28
股本	391.33	391.33	521.78	521.78	521.78
资本公积	1397.19	1394.25	2050.72	2050.72	2050.72
留存收益	-104.39	-147.08	-197.29	-199.36	-178.01
归属母公司股东权益	1658.73	1607.72	2355.56	2347.86	2369.26
<b>负债和股东权益</b>	2873.69	2798.03	3149.65	3607.76	4136.99

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	-257.84	-166.79	208.55	-187.16	-56.78
净利润	-25.57	-53.19	-60.56	-2.49	25.75
折旧摊销	60.00	58.36	56.89	60.87	65.51
财务费用	-0.57	11.50	-3.26	-12.83	5.57
投资损失	-4.67	-2.85	-2.85	-2.85	-2.85
营运资金变动	-335.77	-191.66	260.10	-265.27	-179.96
其他经营现金流	48.75	11.05	-41.77	35.42	29.21
<b>投资活动现金流</b>	137.52	-68.06	-280.96	-57.73	-67.73
资本支出	66.55	35.73	50.00	60.00	70.00
长期投资	-195.37	47.65	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	8.70	15.32	-230.96	2.27	2.27
<b>筹资活动现金流</b>	214.58	-8.44	514.95	302.44	346.66
短期借款	18.44	39.49	-274.12	295.24	352.19
长期借款	2.64	-5.17	0.00	0.00	0.00
普通股增加	22.00	0.00	130.45	0.00	0.00
资本公积增加	223.42	-2.94	656.47	0.00	0.00
其他筹资现金流	-51.92	-39.81	2.15	7.19	-5.52
<b>现金净增加额</b>	84.49	-245.07	442.55	57.55	222.15

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1313.60	1267.80	971.00	1481.00	1925.30
营业成本	1145.43	1051.93	825.35	1229.23	1588.37
营业税金及附加	6.30	5.41	4.15	6.32	8.22
营业费用	59.87	60.62	46.43	70.81	92.06
管理费用	181.81	183.34	200.00	220.00	230.00
研发费用	71.48	75.37	75.37	75.37	75.37
财务费用	-0.57	11.50	-3.26	-12.83	5.57
资产减值损失	-43.66	-23.32	-23.32	-23.32	-23.32
公允价值变动收益	0.00	0.88	0.88	0.88	0.88
投资净收益	4.67	2.85	2.85	2.85	2.85
<b>营业利润</b>	-135.31	-86.88	-85.74	-16.62	17.01
营业外收入	118.96	20.86	20.86	20.86	20.86
营业外支出	6.81	7.21	7.21	7.21	7.21
<b>利润总额</b>	-23.15	-73.23	-72.09	-2.97	30.66
所得税	2.42	-20.04	-11.53	-0.48	4.90
<b>净利润</b>	-25.57	-53.19	-60.56	-2.49	25.75
少数股东损益	-3.46	-10.50	-10.34	-0.43	4.40
<b>归属母公司净利润</b>	-22.11	-42.68	-50.21	-2.07	21.35
EBITDA	-75.88	-17.02	-32.11	31.43	88.08
EPS (元)	-0.06	-0.11	-0.10	0.00	0.04

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	68.01	-3.49	-23.41	52.52	30.00
营业利润 (%)	-47.28	35.79	1.31	80.62	202.35
归属母公司净利润 (%)	19.15	-93.04	-17.65	95.88	1132.31
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	12.80	17.03	15.00	17.00	17.50
净利率 (%)	-1.68	-3.37	-5.17	-0.14	1.11
ROE (%)	-1.33	-2.65	-2.13	-0.09	0.90
ROIC (%)	-9.59	-3.14	-4.22	-1.24	0.88
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	42.28	42.23	25.27	34.98	42.67
净负债比率 (%)	25.90	29.26	7.47	28.10	40.04
流动比率	2.00	1.96	3.83	2.41	1.93
速动比率	1.37	1.29	2.76	1.68	1.37
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.47	0.45	0.33	0.44	0.50
应收账款周转率	2.15	1.95	1.75	2.72	2.60
应付账款周转率	3.42	2.97	2.64	3.59	3.38
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	-0.04	-0.08	-0.10	0.00	0.04
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.49	-0.32	0.40	-0.36	-0.11
每股净资产 (最新摊薄)	3.18	3.08	4.51	4.50	4.54
<b>估值比率</b>					
P/E	-474.33	-245.71	-208.86	-5070.23	491.16
P/B	6.32	6.52	4.45	4.47	4.43
EV/EBITDA	-138.93	-619.33	-328.33	335.41	119.68

## 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间接损失承担任何责任。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告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