

柏楚电子(688188)

全国激光切割控制系统龙头

分析日期 2019年07月22日

投资评级：中性/首次

证券分析师：王雨苗

执业证书编号：S0630516050002

电话：021-20333416

邮箱：wangym@longone.com.cn

◎ 主要观点：

◆**公司是国内激光切割控制系统龙头** 公司主营激光切割控制系统的研发、生产和销售。主要产品包括随动控制系统、板卡控制系统和总线控制系统。2018年公司营收中随动系统收入占比为48.79%，板卡系统收入占比为42.11%。

◆**公司近两年营收及归母净利润复合增速较高** 2016-2018年，公司营收从1.22亿元增加到2.45亿元，年均复合增速为41.71%；公司净利润从7516.72万元增加到1.39亿元，年均复合增速为36.14%。2016年至2018年，公司综合毛利率分别为81.90%、81.87%和81.17%，略高于软件行业的平均水平，主要原因在于公司的核心产品激光切割控制系统和随动系统均以软件系统为核心，仅辅以少量必须的硬件设备，原材料成本较低。此外，公司目前为中低功率激光切割控制系统的龙头，在该细分市场具有较好的议价能力。

◆**公司具有稳固的市场地位和竞争优势** 中低功率激光切割控制系统已经基本实现了进口替代。柏楚电子在中低功率领域的相关技术水平已达到国际领先，其生产的中低功率产品在稳定性、可靠性、精度、速度、易用性等各方面均具备明显优势，市场占有率约为60%。高功率激光切割控制系统领域，国产系统所占据的10%市场份额几乎全部为柏楚电子所占有。预计未来随着国产运动控制系统厂商的崛起，将逐步改写当前国际厂商的垄断格局。

◆**募集资金用途：**本次公开发行新股不超过2500万股，占发行后总股本的25.00%。募集资金拟投资项目包括“总线激光切割系统智能化升级项目”，“超快激光精密微纳加工系统建设项目”，“设备健康云及MES系统数据平台建设项目”，“研发中心建设项目”和“市场营销网络强化项目”。

◆**盈利预测：**假设：1、我国激光切割设备市场在未来三年维持10%-15%增速。2、各项费用率保持基本稳定。3、此次IPO发行后股份数量为1亿股。根据上述假设，预计公司2019-2021年总体营收分别为2.82、3.16、3.47亿元。归母净利润分别为1.32、1.53、1.73亿元。以发行后总股本1亿股计算，2019-2021年EPS分别为1.32、1.53及1.73元。参考可比上市公司大族激光、锐科激光和华工科技等估值水平，我们审慎给予公司对应19年动态PE 30到35倍，对应合理估值范围为39.6-46.2元/股。

风险提示：公司业务发展不及预期；募投项目建设进度或投产受益不及预期；下游市场需求增长放缓。

正文目录

| | |
|----------------------------|-----------|
| 1. 公司概况 | 3 |
| 1.1. 公司简介..... | 3 |
| 1.2. 控股股东与实际控制人..... | 3 |
| 1.3. 公司主营激光切割控制系统..... | 4 |
| 1.4. 业务结构..... | 6 |
| 1.5. 财务数据..... | 6 |
| 2. 行业状况 | 7 |
| 2.1. 国内工业激光设备行业市场需求旺盛..... | 7 |
| 2.2. 行业竞争格局及竞争对手..... | 9 |
| 3. 募投项目情况 | 10 |
| 4. 公司看点 | 11 |
| 5. 盈利预测 | 11 |
| 6. 风险提示 | 12 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1 公司股权结构示意图..... | 4 |
| 图 2 随动控制系统产品..... | 5 |
| 图 3 板卡控制系统产品..... | 5 |
| 图 4 总线控制系统产品..... | 6 |
| 图 5 公司 2016-2018 产品收入构成变化 (%)..... | 6 |
| 图 6 公司 2018 年产品收入构成占比..... | 6 |
| 图 7 公司营业收入及增速..... | 7 |
| 图 8 公司归属母公司净利润及增速..... | 7 |
| 图 9 公司近年综合毛利率状况 (%)..... | 7 |
| 图 10 2016-2018 公司研发费用及占比..... | 7 |
| 图 11 中国激光设备市场规模及增速 (亿元, %)..... | 8 |
| 图 12 中国激光切割设备市场规模及增速 (亿元, %)..... | 8 |
| 图 13 2013-2018 (E) 年中国激光切割设备销售数量及预测 (台)..... | 9 |
| 表 1 公司基本情况..... | 3 |
| 表 2 公司前十大股东名单..... | 3 |
| 表 3 公司 IPO 募投项目一览 (万元)..... | 10 |

1. 公司概况

1.1. 公司简介

上海柏楚电子科技股份有限公司是一家从事激光切割控制系统的研发、生产和销售的高新技术企业和重点软件企业，是国家首批从事光纤激光切割成套控制系统开发的民营企业，致力于为激光加工提供稳定、高效的自动化控制解决方案，推动中国工业自动化的发展。公司主营业务系为各类激光切割设备制造商提供以激光切割控制系统为核心的各类自动化产品。公司经过多年的积累，已掌握先进的随动控制技术与激光切割控制技术，使公司在中低功率激光加工控制领域处于国际领先地位。迄今为止，公司已为超过 400 家的激光加工设备制造商提供成套的系统解决方案。

表 1 公司基本情况

| | |
|----------|--|
| 公司名称 | 上海柏楚电子科技股份有限公司 |
| 英文名称 | Shanghai Friendess Electronic Technology Corporation Limited |
| 上市地点 | 上海证券交易所科创板 |
| 证券简称 | 柏楚电子 |
| 证券代码 | 688188.SH |
| 法定代表人 | 唐晔 |
| 注册资本 | 7,500.00 万元 |
| 注册地址 | 上海市闵行区东川路 555 号乙楼 1033 室 |
| 主要生产经营地址 | 上海市闵行区剑川路 953 弄 322 号 |
| 邮政编码 | 200240 |
| 联系电话 | 021-64306968 |
| 传真 | 021-64308817 |
| 经营范围 | 公司主营业务系为各类激光切割设备制造商提供以激光切割控制系统为核心的各类自动化产品。 |

资料来源：Wind、东海证券研究所

1.2. 控股股东与实际控制人

公司的控股股东和实际控制人为唐晔、代田田、卢琳、万章和谢森五人，上述五人为公司的创始人，具有一致的企业经营理念和共同的利益基础。自公司成立至今，各方一直彼此信任、密切合作，并分别负责公司管理、运营、研发等各重要业务板块。为了强化和优化公司的控制和管理，维持公司控制权的稳定，唐晔、代田田、卢琳、万章和谢森五人于 2018 年 7 月 23 日签署了《上海柏楚电子科技股份有限公司控股股东一致行动协议》。《一致行动协议》的有效期至公司首次公开发行股票并上市满三年之日止；有效期满后，各方如无异议，自动延期三年。

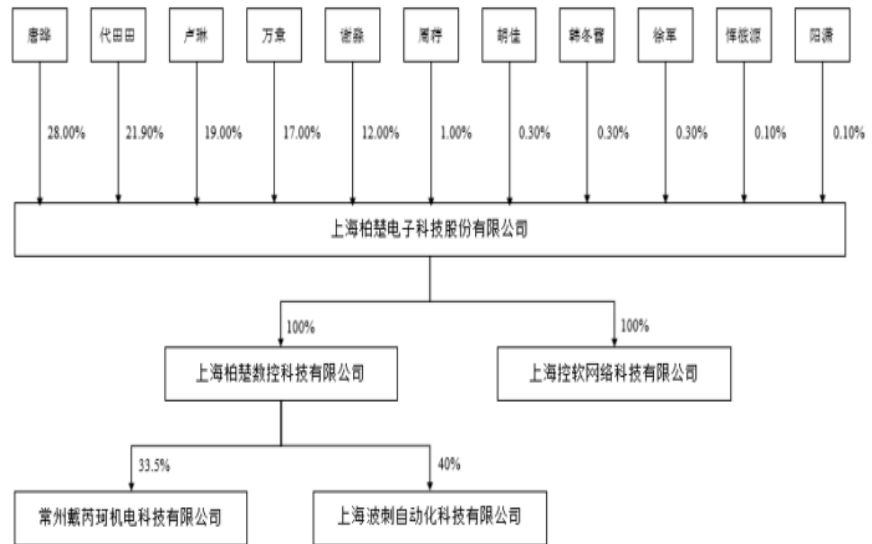
表 2 公司前十大股东名单

| 序号 | 股东名称 | 持股数量 (万股) | 持股比例 (%) |
|----|------|-----------|----------|
| 1 | 唐晔 | 2,100.00 | 28.00% |
| 2 | 代田田 | 1,642.50 | 21.90% |

| | | | |
|----|-----|----------|--------|
| 3 | 卢琳 | 1,425.00 | 19.00% |
| 4 | 万章 | 1,275.00 | 17.00% |
| 5 | 谢森 | 900.00 | 12.00% |
| 6 | 周苻 | 75.00 | 1.00% |
| 7 | 胡佳 | 22.50 | 0.30% |
| 8 | 韩冬蕾 | 22.50 | 0.30% |
| 9 | 徐军 | 22.50 | 0.30% |
| 10 | 恽筱源 | 7.50 | 0.10% |
| 11 | 阳潇 | 7.50 | 0.10% |
| 合计 | | 7,500.00 | 100% |

资料来源：招股说明书东海证券研究所

图 1 公司股权结构示意图



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

1.3.公司主营激光切割控制系统

公司是一家从事激光切割控制系统的研发、生产和销售的高新技术企业和重点软件企业，是国家首批从事光纤激光切割成套控制系统开发的民营企业，致力于为激光加工提供稳定、高效的自动化控制解决方案，推动中国工业自动化的发展。公司主营业务系为各类激光切割设备制造商提供以激光切割控制系统为核心的各类自动化产品。目前公司的主要产品包括随动控制系统、板卡控制系统、总线控制系统及其他相关配套产品。

公司产品以自主软件开发为核心，并与板卡、总线主站、电容调高器硬件集成后进行销售，其中部分硬件通过外协厂商进行加工。公司全部产品均直接销售给下游客户，不存在通过代理或经销商销售的情形。中低功率激光切割控制系统领域中，目前国产激光运动控制系统已占据中国市场的主导地位。

公司的主要产品介绍

1、随动控制系统根据电容反馈信号，实时控制切割头与待切工件间高度的控制系统；搭配激光切割系统使用，可以实现蛙跳、抖动抑制、电容寻边、智能避障等多种能有效改善切割质量或切割效率的特殊工艺过程。随动控制系统产品外观如下图所示：

图 2 随动控制系统产品



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

2、板卡控制系统板卡是数控软件底层控制算法的载体及硬件接口，基于英特尔局部并行总线 PCI 标准，可实现对钣金平面切割机或者管材三维切割机的机械传动装置、激光器、辅助气体及其他辅助外装置的控制。板卡控制系统需要在另外配备电脑的情况下进行使用，客户可以根据加工需求自行选择合适型号的电脑，并搭配电脑上安装的辅助软件进行使用，因此板卡系统具有灵活性高、应用性广、实用性强的特点。板卡控制系统产品外观如下图所示：

图 3 板卡控制系统产品



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

3、总线控制系统 总线控制系统集成了板卡控制系统、随动控制系统、工业电脑、显示器、操作面板等其他部件，基于 EtherCAT 总线技术，可以实现对钣金平面切割机或者管材三维切割机的机械传动装置、激光器、辅助气体及其他辅助外装置的实时控制。总线控制系统具有稳定性高、实时性高、集成度高、扩展性强、便于安装等特点，但价格相对于板卡控制系统较高。总线控制系统产品外观如下图所示：

图 4 总线控制系统产品

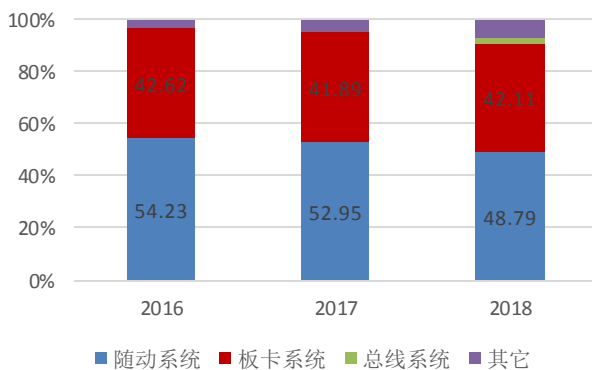


资料来源：招股说明书，东海证券研究所

1.4.业务结构

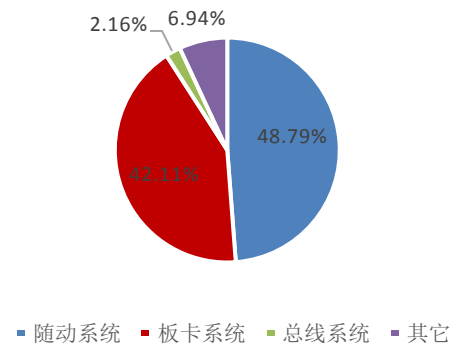
公司主要销售产品包括随动系统和板卡系统。从业务营收结构占比来看，2018 年公司营收中随动系统收入占比为 48.79%，板卡系统收入占比为 42.11%。

图 5 公司 2016-2018 产品收入构成变化 (%)



资料来源：WIND，东海证券研究所

图 6 公司 2018 年产品收入构成占比



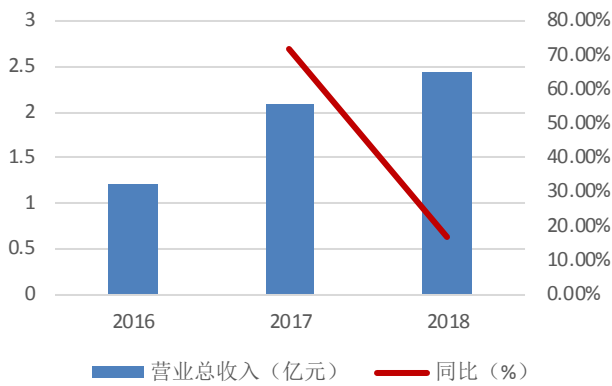
资料来源：WIND，东海证券研究所

1.5.财务数据

公司近两年营收及归母净利润复合增速较高。2016-2018 年，公司营收从 1.22 亿元增加到 2.45 亿元，年均复合增速为 41.71%；公司净利润从 7516.72 万元增加到 1.39 亿元，年均复合增速为 36.14%。

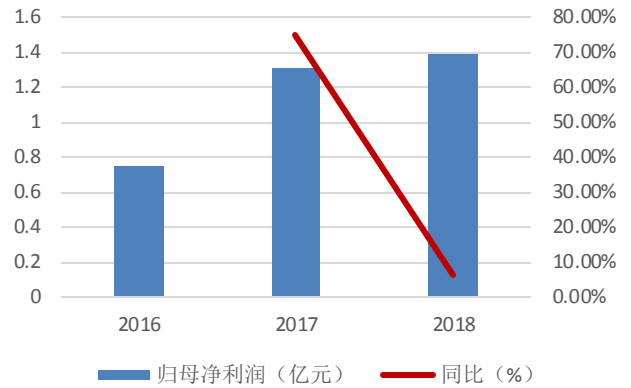
报告期内，公司综合毛利率维持在较高水平。2016 年至 2018 年，公司综合毛利率分别为 81.90%、81.87%和 81.17%，略高于软件行业的平均水平，主要原因在于公司的核心产品激光切割控制系统和随动系统均以软件系统为核心，仅辅以少量必须的硬件设备，原材料成本较低。公司目前为中低功率激光切割控制系统的龙头，在该细分市场具有较好的议价能力。此外，公司研发费用率近几年基本保持稳定。

图 7 公司营业收入及增速



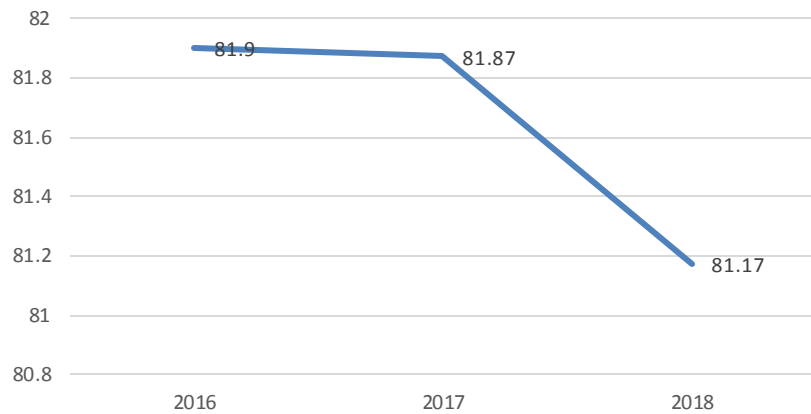
资料来源：WIND，东海证券研究所

图 8 公司归属母公司净利润及增速



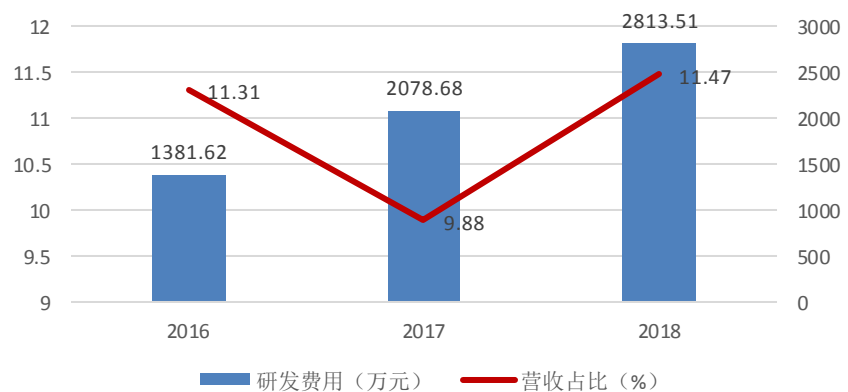
资料来源：WIND，东海证券研究所

图 9 公司近年综合毛利率状况 (%)



资料来源：WIND，东海证券研究所

图 10 2016-2018 公司研发费用及占比



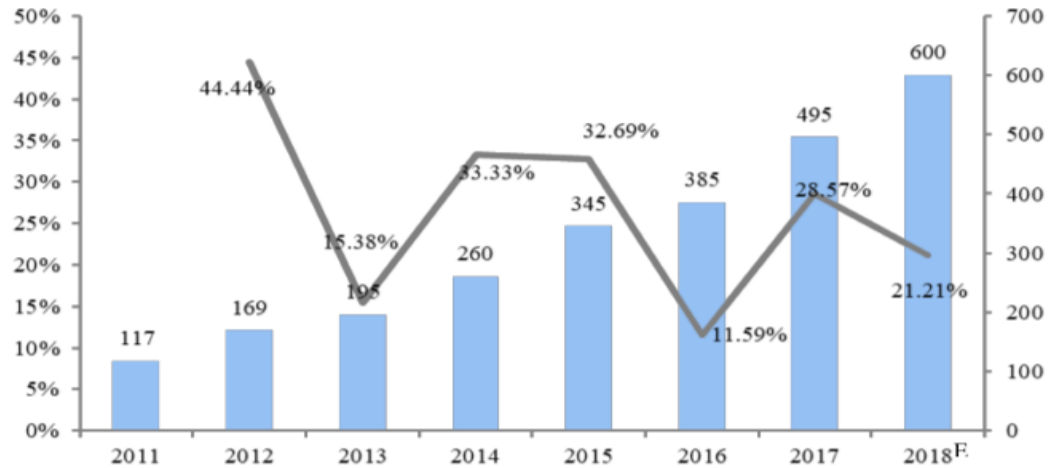
资料来源：WIND，东海证券研究所

2. 行业状况

2.1. 国内工业激光设备行业市场需求旺盛

从国内激光设备行业情况来看，近年来发展较为迅猛。根据美国 Strategies Unlimited 的报告，2013-2017 年，全球激光器行业收入规模持续增长，从 2013 年的 89.70 亿美元增加至 2017 年的 124.30 亿美元，年复合增长率为 8.50%。2011 到 2017 年，全国激光设备市场规模从 117 亿元增长到 495 亿元，年复合增幅为 27.18%。2017 年工业激光设备市场规模为 312.7 亿，占全国激光设备市场规模的 63.17%。

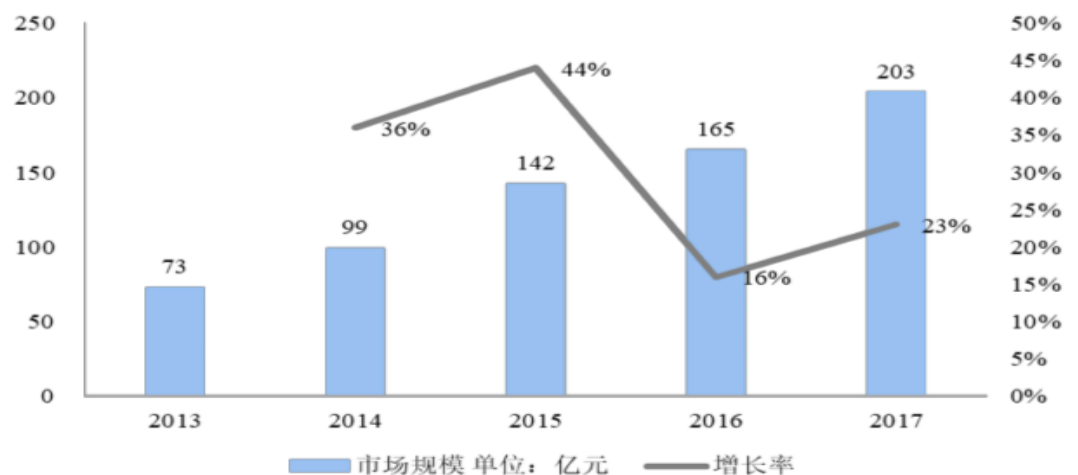
图 11 中国激光设备市场规模及增速（亿元，%）



资料来源：2018 中国激光产业发展报告，东海证券研究所

在中国智能制造大背景下，中国激光切割领域市场规模保持了较高速增长。2013 到 2017 年，全国激光切割设备市场规模从 73 亿元增长到 203 亿元，年复合增幅为 29.13%。根据 Industry Perspective 预测，对激光切割的需求还将保持较高速增长，预计到 2023 年，中国激光切割设备总体市场规模达 403.69 亿元。

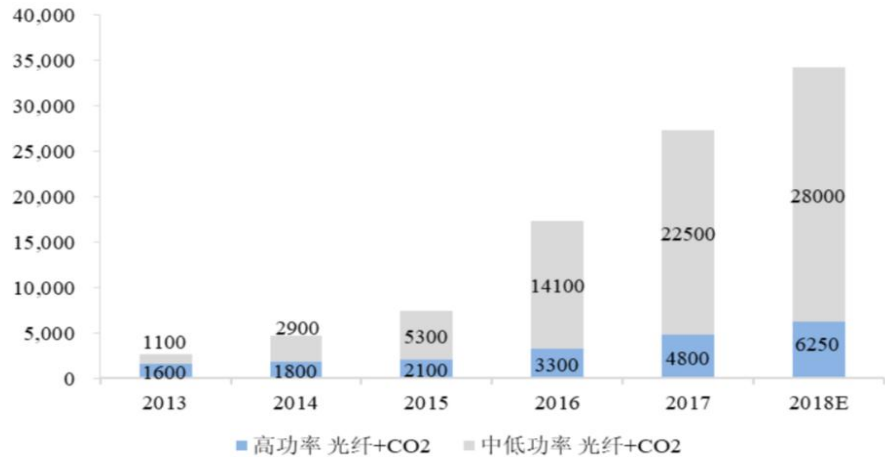
图 12 中国激光切割设备市场规模及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

中低功率激光切割设备销售数量增长迅。2017 年，各个行业对激光切割设备的需求也在不断的提高，中低功率激光切割设备销售数量增长迅猛，较 2016 年增长了近 60%，达到 22,500 台，预计 2018 年销量有望达到 28,000 台；高功率激光切割设备销售数量仍将处于强劲增长态势，预计 2018 年销量将增长至 6000 台。

图 13 2013-2018 (E) 年中国激光切割设备销售数量及预测 (台)



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

2.2. 行业竞争格局及竞争对手

中低功率激光切割控制系统领域中，国产控制系统凭借着良好的产品使用性能和综合性价比，已经基本实现了进口替代，目前国产激光运动控制系统已占据中国市场的主导地位，其中业内前三家企业（柏楚电子、维宏股份、奥森迪科）市场占有率约为 90%。其中，柏楚电子在中低功率领域的相关技术水平已达到国际领先，其生产的中低功率产品在稳定性、可靠性、精度、速度、易用性等各方面均具备明显优势，市场占有率约为 60%。

高功率激光切割控制系统领域中，目前国际厂商依然占据绝对优势，为中国市场主导者，国产激光运动控制系统仅占据约 10% 的市场份额。主要的知名企业包括德国倍福、德国 PA、西门子等。公司目前已成为国内第一的高功率激光切割控制系统生产商，高功率产品的技术指标和使用性能为国内领先水平，国产高功率激光切割控制系统所占据的 10% 市场份额也几乎全部为柏楚电子所占有。预计未来随着国产运动控制系统厂商的崛起，国产品牌将逐步进入高功率激光市场，改写当前国际厂商的垄断格局。

公司行业内主要竞争对手基本情况如下：

1、德国倍福自动化有限公司 (Beckhoff)：倍福 (Beckhoff) 是一家从事自动化领域的德资企业，总部位于德国威尔市。倍福所生产的工 PC、现场总线模块、驱动产品和 TwinCAT 自动化软件构成了一套完整的、相互兼容的控制系统，可为各个工控领域提供开放式自动化系统和完整的解决方案。倍福创新产品和解决方案广泛应用于风力发电、半导体、光伏太阳能、金属加工、包装机械、印刷机械、塑料加工、轮胎加工、木材加工、玻璃机械、物流运输以及楼宇自动化等众多领域。尤其在新能源领域，倍福在兆瓦级风电控制系统中的市场占有率超过 50%，受到国内众多风机厂家的好评。

2、Power Automation：Power Automation (简称 PA) 是德国著名数控公司，致力于开放式数控系统的研究和生产已经有 20 多年的历史，有着极其雄厚的技术实力。其先进技术先后被 SIEMENS、ROCKWELL、HEIDENHAIN 等世界著名的数控生产商所采用。PA8000 系列全功能数控系统，是基于 PC 技术的开放式数控系统，被广泛应用于车、铣、镗、磨以及复合机床、激光切割等机械加工领域。

3、武汉奥森迪科智能科技股份有限公司：武汉奥森迪科智能科技股份有限公司是一家专业从事工业激光聚焦系统及自动化控制系统设计、开发、销售的高新技术企业，成立于 2011 年。奥森迪科专注于工业激光切割应用中聚焦系统（即：切割头）和 X-Y-Z 三轴数控系统的研究和开发，拥有多项自主知识产权的技术和核心产品。可为不同应用场景的

切割系统提供综合解决方案和技术服务。除激光切割应用外，利用激光进行金属焊接以及表面处理的应用也正逐步兴起。与激光切割应用不同，焊接与表面处理有更强的针对性和定制性。奥森迪科可根据客户应用需求，提供包括焊接头、焊接数控系统、视觉辅助系统等在内的定制产品与解决方案。

4、上海维宏电子科技股份有限公司：维宏股份主营业务为研发、生产和销售工业运动控制系统。维宏股份自主研发并进行生产、销售的运动控制系统主要有雕刻雕铣控制系统、切割控制系统、机械手控制系统等，可应用于各类雕刻机、雕铣机、加工中心、水射流切割机、激光切割机、等离子切割机、火焰切割机、玻璃加工机床、工业机械手等。

3.募投项目情况

公司本次公开发行新股不超过 2,500 万股，占发行后总股本的 25.00%。本次发行及上市的募集资金扣除发行费用后，将投资于“总线激光切割系统智能化升级项目”，“超快激光精密微纳加工系统建设项目”，“设备健康云及 MES 系统数据平台建设项目”，“研发中心建设项目”和“市场营销网络强化项目”，具体情况如下：

表 3 公司 IPO 募投项目一览（万元）

| 序号 | 募集资金投资项目名称 | 项目总投资额 | 拟投入募集资金额 |
|----|-----------------------|----------|----------|
| 1 | 总线激光切割系统智能化升级项目 | 31402.00 | 31402.00 |
| 2 | 超快激光精密微纳加工系统建设项目 | 20314.00 | 20314.00 |
| 3 | 设备健康云及 MES 系统数据平台建设项目 | 19689.70 | 19689.70 |
| 4 | 研发中心建设项目 | 8262.00 | 8262.00 |
| 5 | 市场营销网络强化项目 | 3869.00 | 3869.00 |
| | 合计 | 83536.70 | 83536.70 |

资料来源：Wind、东海证券研究所

1、总线激光切割系统智能化升级项目

本项目拟在目前公司业务的技术上，根据公司现有装配规模及激光切割软件系统市场需求情况，对总线激光切割系统（其中包括平面高功率激光切割系统、三维管材激光切割系统、智能卡盘控制系统及智能传感器控制系统）进行升级与扩产。

2、超快激光精密微纳加工系统建设项目

本项目拟用于开发针对脆薄非金属材料的超快激光精密微纳激光切割系统。超快激光精密微纳加工主要应用于脆薄非金属材料（3C 行业、PCB 和半导体行业等）加工领域，因其独特的加工特性，可消除热影响，实现高质量的冷加工，是激光加工行业发展的一大重要方向。

3、设备健康云及 MES 系统数据平台建设项目

本项目拟建立设备健康云及 MES 系统云数据平台，分别接入激光切割设备制造商和激光切割终端工厂，为柏楚设备提供专业的设备维护管理云服务功能。设备健康云及数据平台，是基于激光切割机床设备的健康管理云平台，是围绕激光机床设备健康、售后服务、维修管理、备件销售、设备大数据分析等应用的设备大数据平台。激光切割云 MES 平台，是基于工厂用户的客户订单管理，加工机床管理和工艺管理等服务的云 MES 平台，是工厂用户所有业务和行为大数据平台。

4、研发中心建设项目

本项目拟在上海闵行区紫竹高新技术产业开发区内自建综合楼中的 3 层、4 层建立研发中心，从而满足公司进一步提高研发水平和逐步扩大公司研发队伍的需要。

5、市场营销网络强化项目

本项目拟对现有的武汉、深圳两个区域事业部进行强化升级，同时增设济南（原有办公场所装修）、无锡、温州、广州、北京及福建 6 个区域事业部，并在上海新建营销总部及展厅。

4.公司看点

1、先发优势

公司是国内首批从事光纤激光切割控制系统开发的技术型民营企业。联合创始人均来自上海交通大学自动化相关学科，建立柏楚电子后在多个行业运动控制领域深耕十余年，积累了深厚的技术实力及行业经验。公司集聚了国内工控自动化行业人才，通过不断完善产品功能、稳定产品性能、设计差异化、本土化适配产品等措施，提高产品功能、质量和客户接受度，保持产品竞争力，并在业内积累了良好的品牌和声誉。

2、技术优势

公司是上海市认定的高新技术企业和重点软件企业。公司通过研发、推广、服务等沉淀积累，已在工控领域形成了完整的技术体系，处于技术领先地位，公司生产的产品性能高、适应性强、稳定性好，得到了客户的广泛认可。公司专有的核心技术均系自主研发，集中在计算机图形学、计算机辅助制造、数控系统、传感器和硬件技术五大方面。

3、市场优势

公司具备基于客户的整机方案提供二次开发与自动化方案设计的能力。公司目前的配套合作伙伴包括大族激光、华工法利莱、百超迪能、宏石激光、庆源激光、嘉泰激光等 400 多家激光设备制造商。公司从研发到量产的技术突破打破了原本由外资供货商垄断的市场格局，在国内大量激光设备制造厂商自行组装生产设备的大背景下，公司的市场保有量逐年上升。公司目前拥有的客户基础以及坚持提供优质产品与服务的理念为提升公司市场占有率提供了帮助。

4、团队优势

公司的核心技术人员，代田田、卢琳、万章、谢森、恽筱源、阳潇为激光切割控制系统领域的专业人才，从事工业自动化产品研制十余年，积累了丰富的技术研发与产品开发的经验，对行业技术发展具有深刻见解。在核心技术人员的带领下，目前公司并已组建了一支稳定、专业、高素质的研发团队，截至 2018 年 12 月 31 日，公司拥有员工 162 人，其中研发人员 83 人，占比 51.23%；硕士及以上学历 39 人，占比 24.07%。

5.盈利预测

根据公司的发展情况以及所处的行业，对公司未来业务发展进行如下假设：1、我国激光切割设备市场在未来三年维持 10%-15% 增速。2、各项费用率保持基本稳定。3、此次 IPO 发行后股份数量为 1 亿股。

根据上述假设，预计公司 2019-2021 年总体营收分别为 2.82、3.16、3.47 亿元。归母净利润分别为 1.32、1.53、1.73 亿元，同比分别增长 3.51%、15.82%、13.06%。以发行后总股本 1 亿股计算，2019-2021 年 EPS 分别为 1.32、1.53 及 1.73 元。参考可比上市

公司大族激光、锐科激光和华工科技等估值水平，我们审慎给予公司对应 19 年动态 PE 30 到 35 倍，对应合理估值范围为 39.6-46.2 元/股。

6.风险提示

- 1、公司业务发展不及预期；
- 2、募投项目建设进度或投产受益不及预期；
- 3、下游市场需求增长放缓。

附录：三大报表预测值
资产负债表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 67.89 | 194.86 | 324.54 | 484.12 |
| 应收和预付款项 | 17.08 | 17.71 | 21.26 | 21.61 |
| 存货 | 15.74 | 17.02 | 19.67 | 20.69 |
| 其他流动资产 | 180.37 | 180.37 | 180.37 | 180.37 |
| 长期股权投资 | 4.13 | 4.13 | 4.13 | 4.13 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产和在建工程 | 6.09 | 4.74 | 3.39 | 2.04 |
| 无形资产和开发支出 | 0.52 | 0.45 | 0.39 | 0.32 |
| 其他非流动资产 | 4.49 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总计 | 296.30 | 419.28 | 553.75 | 713.27 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 6.16 | 10.63 | 7.84 | 12.20 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 负债合计 | 6.16 | 10.63 | 7.84 | 12.20 |
| 股本 | 75.00 | 75.00 | 75.00 | 75.00 |
| 资本公积 | 133.93 | 133.93 | 133.93 | 133.93 |
| 留存收益 | 81.21 | 199.72 | 336.97 | 492.14 |
| 归属母公司股东权益 | 290.14 | 408.65 | 545.90 | 701.07 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股东权益合计 | 290.14 | 408.65 | 545.90 | 701.07 |
| 负债和股东权益合计 | 296.30 | 419.28 | 553.75 | 713.27 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营性现金净流量 | 139.40 | 416.32 | 418.82 | 447.55 |
| 投资性现金净流量 | 25.86 | -278.50 | -279.00 | -279.00 |
| 筹资性现金净流量 | -57.01 | -10.85 | -10.14 | -8.97 |
| 现金流量净额 | 108.25 | 126.97 | 129.68 | 159.58 |

利润表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 245.26 | 282.05 | 315.90 | 347.49 |
| 营业成本 | 46.19 | 51.77 | 57.98 | 63.78 |
| 营业税金及附加 | 3.20 | 3.68 | 4.12 | 4.53 |
| 营业费用 | 9.58 | 11.01 | 12.33 | 13.57 |
| 管理费用 | 29.98 | 34.48 | 38.61 | 42.47 |
| 财务费用 | -0.30 | -2.94 | -5.82 | -9.08 |
| 资产减值损失 | 0.26 | 0.26 | 0.26 | 0.26 |
| 投资收益 | 8.12 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | -28.14 | -28.14 | -28.14 | -28.14 |
| 营业利润 | 136.34 | 155.66 | 180.28 | 203.81 |
| 其他非经营损益 | 6.46 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 142.80 | 155.66 | 180.28 | 203.81 |
| 所得税 | 14.98 | 23.35 | 27.04 | 30.57 |
| 净利润 | 127.82 | 132.31 | 153.24 | 173.24 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司股东净利 | 127.82 | 132.31 | 153.24 | 173.24 |

主要财务比率

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|---------|---------|---------|
| 收益率 | | | | |
| 毛利率 | 81.17% | 81.65% | 81.65% | 81.65% |
| 三费/销售收入 | 16.01% | 15.09% | 14.28% | 13.52% |
| EBIT/销售收入 | 58.09% | 54.14% | 55.22% | 56.04% |
| EBITDA/销售收入 | 59.66% | 154.88% | 143.90% | 136.66% |
| 销售净利率 | 52.12% | 46.91% | 48.51% | 49.86% |
| 增长率 | | | | |
| 销售收入增长率 | 16.58% | 15.00% | 12.00% | 10.00% |
| EBIT 增长率 | 4.83% | 7.17% | 14.23% | 11.63% |
| EBITDA 增长率 | 6.03% | 198.56% | 4.06% | 4.46% |
| 净利润增长率 | 7.95% | 3.51% | 15.82% | 13.06% |
| 总资产增长率 | 58.30% | 41.50% | 32.07% | 28.81% |
| 股东权益增长率 | 61.34% | 40.84% | 33.59% | 28.42% |
| 经营营运资本增长率 | -7.78% | -1.05% | 4.50% | -1.23% |
| 业绩和估值指标 | | | | |
| EBIT | 142.48 | 152.70 | 174.43 | 194.72 |
| EBITDA | 146.32 | 436.84 | 454.59 | 474.87 |
| NOPLAT | 122.07 | 129.80 | 148.27 | 165.51 |
| 净利润 | 127.82 | 132.31 | 153.24 | 173.24 |
| EPS | 1.278 | 1.323 | 1.532 | 1.733 |
| BPS | 3.869 | 5.449 | 7.279 | 9.348 |

资料来源：WIND、东海证券研究所

分析师简介:

王雨苗: 美国德雷克赛尔大学金融学硕士, 2014年加入东海证券, 目前为传媒行业研究员。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话: (8621) 20333619
传真: (8621) 50585608
邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话: (8610) 66216231
传真: (8610) 59707100
邮编: 100089