

柏楚电子 (688188)

2022 年报点评: 盈利水平依旧出色, 静待行业复苏及焊接新品放量

买入 (维持)

2023 年 04 月 11 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄瑞连

执业证书: S0600520080001
huangrli@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	898	1,280	1,707	2,158
同比	-2%	42%	33%	26%
归属母公司净利润 (百万元)	480	696	931	1,181
同比	-13%	45%	34%	27%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	3.28	4.77	6.37	8.09
P/E (现价&最新股本摊薄)	59.14	40.75	30.48	24.01

关键词: #新产品、新技术、新客户

事件: 公司发布 2022 年年报。

■ 控制系统主业短期承压&智能切割头快速放量, 收入端基本持平

2022 年公司实现营业收入 8.98 亿元, 同比-1.64%, 其中 Q4 营业收入为 2.46 亿元, 同比+18.62%, 明显改善。分业务来看: **1) 随动&板卡系统:** 2022 年分别实现收入 2.15 和 2.19 亿元, 同比-28.47%和-24.31%, 收入占比分别为 23.88%和 24.39%, 同比-8.96pct 和-7.31pct, 主要受疫情和宏观经济影响, 2022 年制造业投资低迷, 切割、打标等通用激光与制造业景气度关联度较高, 市场需求持续疲软, 影响中低功率激光控制系统整体需求; **2) 总线系统:** 2022 年实现收入 1.41 亿元, 同比+0.40%, 收入占比为 15.70%, 同比+0.32pct, 高功率渗透率提升&进口替代对冲了制造业下行的压力, 表现优于中低功率产品; **3) 其他:** 2022 年实现收入 3.07 亿元, 同比+69.13%, 收入占比为 34.12%, 同比+14.04pct。2022 年波刺 (智能切割头) 实现收入 1.70 亿元, 同比+109.90%, 大幅提升, 智能切割头对中低功率切割系统的下滑实现有效对冲。此外, 2022 年上海控软 (MES) 实现收入 1229 万元, 同比+279.79%, MES 业务同样开始放量。**展望 2023 年,** 一方面制造业复苏背景下, 中低功率产品有望重回增长通道, 高功率控制系统增长有望提速, 另一方面受益于高功率渗透率提升&产能扩张, 智能切割头有望延续高速增长, 2023 年公司整体收入端有望实现快速增长。

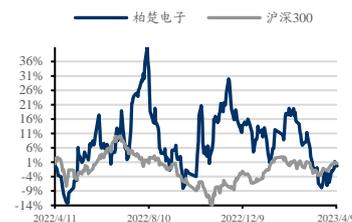
■ 产品结构改变致使毛利率下滑&费用率上提, 盈利水平表现依旧出色

2022 年公司归母净利润为 4.80 亿元, 同比-12.85%, 其中 Q4 为 0.93 亿元, 同比+4.90%。2022 年销售净利率为 54.77%, 同比-5.32pct, 其中 Q4 销售净利率为 38.43%, 同比-1.59pct, 盈利水平出现明显下滑。**1) 毛利端:** 2022 年销售毛利率为 78.97%, 同比-1.32pct, 其中随动系统、板卡系统、总线系统和其他业务毛利率分别为 85.72%、79.91%、77.24%、75.61%, 分别同比-0.39pct、+0.11pct、+2.47pct、-0.23pct, 低毛利率的其他业务 (智能切割头) 收入占比提升为公司销售毛利率下降的主要原因。**2) 费用端:** 2022 年期间费用率为 24.24%, 同比+1.43pct, 其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比+0.63pct、+1.71pct、+0.85pct、-1.76pct, 财务费用率下降主要系定期存款到期利息收入增加所致, 销售、管理费用率提升主要系相关人员增长, 薪酬有所增加。**3) 2022 年公司投资净收益为 1701 万元, 同比下滑 1591 万元, 对利润端表现产生一定负面影响。**

■ 看好 2023 年激光行业复苏, 新品扩张公司具备长期成长逻辑

2023 年 3 月 PMI 指数为 51.9, 连续三个月超过荣枯线, 制造业景气复苏迹象明显, 1 月人民币贷款新增 4.90 万亿元, 社融新增 5.98 万亿元, 均超过市场预期, 激光作为通用细分赛道, 同样受益于制造业复苏, 我们预计需求有望持续改善。2022 年 10 月 27 日公司发布股权激励草案, 公司

股价走势



市场数据

收盘价(元)	194.28
一年最低/最高价	174.19/299.76
市净率(倍)	6.63
流通 A 股市值(百万元)	28,359.98
总市值(百万元)	28,359.98

基础数据

每股净资产(元,LF)	29.30
资产负债率(% ,LF)	4.44
总股本(百万股)	145.97
流通 A 股(百万股)	145.97

相关研究

《柏楚电子(688188): 2022 年业绩快报点评: Q4 单季度收入改善明显, 看好 2023 年激光行业需求复苏》

2023-02-23

《柏楚电子(688188): 2022 年三季报点评: Q3 业绩承压, 激励落地利好公司长期发展》

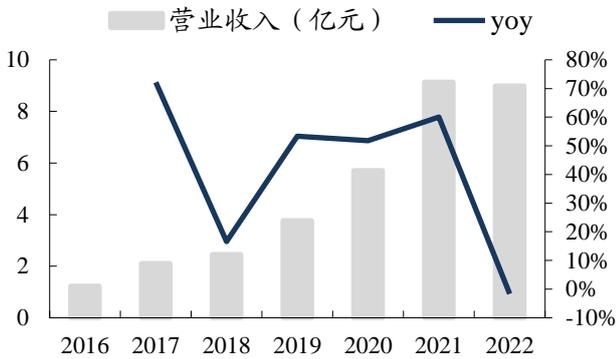
2022-10-27

层面考核指标为营业收入增长率或净利润增长率，业绩考核目标分为 A、B、C，以目标 A 为例，首次授予部分以 2022 年度营业收入、净利润为基数，2023/2024/2025 营业收入或净利润增长率不低于 50%/100%/150%；根据各考核年度业绩指标的完成情况确定公司层面行权比例，2023 年公司业绩有望重回快速增长通道。

中长期看，随着持续的业务拓展，公司具备长期成长逻辑，以焊接机器人为例，我们预计国内潜在市场规模超过 200 亿元；公司已完成龙门机器人九轴插补算法开发、机器人离线编程软件 demo、基础的机器人控制系统等，并与客户形成小规模意向订单，后续将彻底打开公司成长空间。超高精密驱控一体研发项目有助于弥补公司相关技术领域空缺，为公司未来产业布局奠定基础。

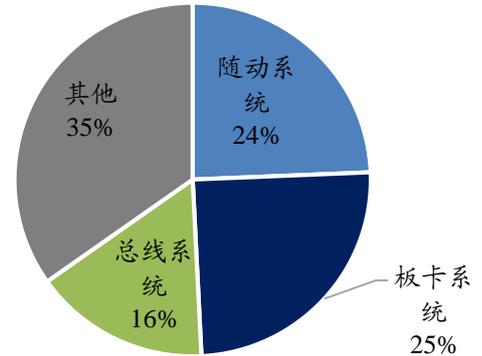
- **盈利预测与投资评级：**考虑到低毛利率的智能切割头收入占比提升，我们谨慎调整 2023-2024 年公司归母净利润预测分别为 6.96、9.31 亿元（原值 7.27 和 9.70 亿元），并预计 2025 年归母净利润为 11.81 亿元，当前股价对应动态 PE 为 41、30 和 24 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**盈利能力下滑，新品产业化进展不及预期，竞争加剧等。

图1: 2022 年公司营收 8.98 亿元, 同比-1.64%



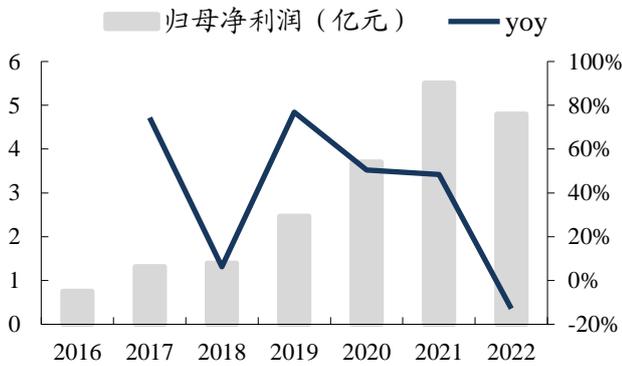
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022 年中低功率激光切割控制系统收入占比 49%



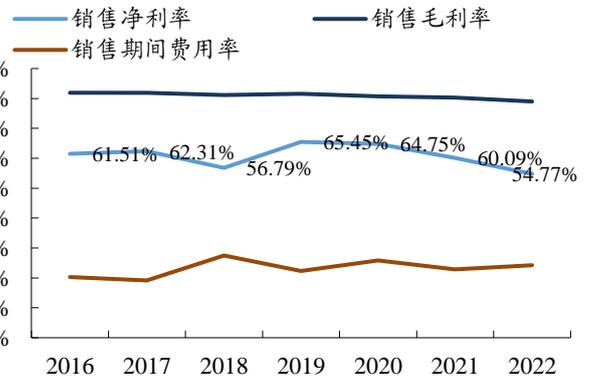
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022 年公司归母净利润 4.80 亿元, 同比-12.85%



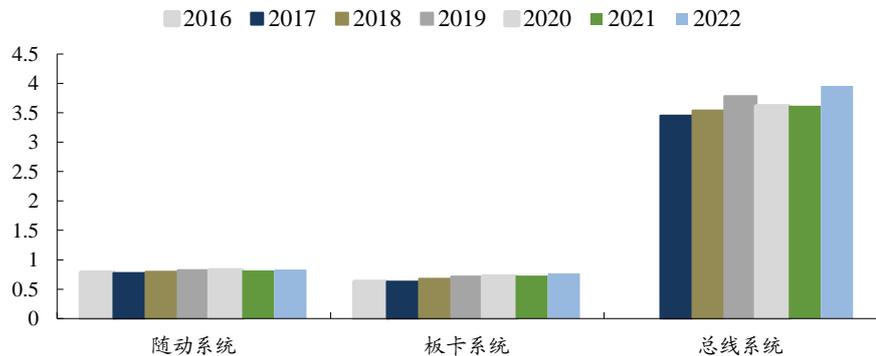
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022 年公司销售净利率 54.77%, 同比-5.32pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022 年公司激光切割控制系统均价稳中有升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

柏楚电子三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,039	4,681	5,657	6,930	营业总收入	898	1,280	1,707	2,158
货币资金及交易性金融资产	3,851	4,400	5,161	6,129	营业成本(含金融类)	189	268	360	457
经营性应收款项	47	73	91	106	税金及附加	10	13	15	19
存货	120	184	178	163	销售费用	47	61	77	86
合同资产	0	0	0	0	管理费用	75	96	119	140
其他流动资产	21	24	228	532	研发费用	144	192	247	302
非流动资产	466	490	475	435	财务费用	-48	-26	-33	-35
长期股权投资	15	15	15	15	加:其他收益	52	70	90	108
固定资产及使用权资产	275	259	238	202	投资净收益	17	38	43	43
在建工程	3	41	46	40	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	114	116	119	121	减值损失	0	-1	-1	-1
商誉	18	18	18	18	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	2	2	2	营业利润	553	783	1,051	1,338
其他非流动资产	38	38	38	38	营业外净收支	-2	10	9	8
资产总计	4,505	5,171	6,133	7,366	利润总额	551	793	1,060	1,346
流动负债	197	230	307	388	减:所得税	59	79	106	135
短期借款及一年内到期的非流动负债	3	3	3	3	净利润	492	714	954	1,212
经营性应付款项	31	40	54	69	减:少数股东损益	13	18	24	30
合同负债	33	27	36	46	归属母公司净利润	480	696	931	1,181
其他流动负债	130	160	214	271	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.28	4.77	6.37	8.09
非流动负债	3	3	3	3	EBIT	486	650	887	1,153
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	504	714	962	1,237
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	78.97	79.04	78.90	78.82
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	53.37	54.37	54.52	54.74
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	-1.64	42.48	33.32	26.45
负债合计	200	233	310	391	归母净利润增长率(%)	-12.85	45.14	33.69	26.95
归属母公司股东权益	4,277	4,893	5,754	6,875					
少数股东权益	27	45	69	99					
所有者权益合计	4,305	4,939	5,823	6,975					
负债和股东权益	4,505	5,171	6,133	7,366					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	619	671	839	1,022	每股净资产(元)	29.30	33.52	39.42	47.10
投资活动现金流	-1,589	-41	-8	6	最新发行在外股份(百万股)	146	146	146	146
筹资活动现金流	766	-80	-70	-60	ROIC(%)	11.87	12.63	14.83	16.20
现金净增加额	-204	549	761	968	ROE-摊薄(%)	11.21	14.22	16.17	17.18
折旧和摊销	18	65	75	85	资产负债率(%)	4.44	4.50	5.05	5.31
资本开支	-97	-80	-51	-37	P/E(现价&最新股本摊薄)	59.14	40.75	30.48	24.01
营运资本变动	84	-87	11	23	P/B(现价)	6.63	5.80	4.93	4.13

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

