

2020H1 业绩同比+18.3%，Q2 单季度增速显著回升

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布 2020 年半年报, 实现营收 2.2 亿元 (+26.3%), 归母净利润 1.4 亿元 (+18.3%), 扣非净利润 1.2 亿元 (+5.3%), 其中, Q2 营收 1.4 亿元 (+41.4%), 归母净利润 0.9 亿元 (+41.2%), 扣非净利润 0.8 亿元 (+34.1%)。受益于中功率激光加工控制系统业务订单量持续增长以及总线系统系统订单量大幅增长, 公司 Q2 单季度显著回升、业绩加速增长。
- **综合毛利率维持高位, 股权激励计提使得期间费用率有所增加:** 2020H1 公司综合毛利率达 81.9%, 同比+0.4pp。分板块来看, 随动系统实现营收 0.92 亿元, 占公司总营收的 41.7%, 毛利率达 86.9%; 板卡系统实现营收 0.85 亿元, 占公司总营收的 38.4%, 毛利率达 79.3%; 总线系统实现营收 0.2 亿元, 占公司总营收的 9.6%。期间费用方面, 公司销售费用率 2.3%, 同比-0.1pp; 管理费用率 14.2%, 同比+7.9pp, 主要系公司实施 2019 年限制性股票激励计划计提费用 1796 万元以及 2019 年 12 月新纳入合并范围的上海波刺自动化科技有限公司产生管理费用所致; 研发费用率 7.0%, 同比+0.6pp, 主要系公司持续加大研发投入, 研发人员增加及部分研发人员薪酬增加导致相应费用支出增加所致; 财务费用率-0.5%, 同比-0.4pp; 期间费用合计占比 22.9%, 同比+8pct。
- **中高功率业务持续拓展, 超快、焊接有望打开新成长空间:** 根据我们的测算, 到 2021 年国内中低功率、高功率激光切割控制系统合计市场空间达 16.5 亿元。目前公司在国内中低功率市场占据绝对优势, 且通过仍不断精进产品性能巩固市场地位。上半年公司中功率激光加工控制系统订单持续增长, 高功率业务拓展顺利。我们认为技术、口碑、市场资源三大优势将助力公司率先享受高功率业务进口替代红利; 中长期来看, 随着下游超快激光、激光焊接设备等新兴市场容量的持续上行, 公司有望凭借自身优质潜质、年轻化团队与持续的研发投入拓宽赛道, 不断向上打开行业天花板。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 3.0/ 4.2 / 5.0 亿元, 对应 EPS 2.99 / 4.18 / 5.03, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧, 高功率产品研发不及预期, 下游高功率激光设备市场增长不及预期。

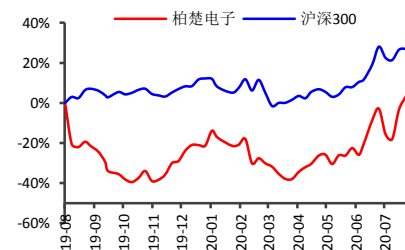
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	376.07	527.92	700.06	899.07
增长率	53.33%	40.38%	32.61%	28.43%
归属母公司净利润 (百万元)	246.31	299.30	418.21	502.55
增长率	76.85%	21.51%	39.73%	20.17%
每股收益 EPS (元)	2.46	2.99	4.18	5.03
净资产收益率 ROE	11.45%	12.22%	14.58%	14.91%
PE	85	70	50	42
PB	9.77	8.59	7.33	6.24

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 倪正洋
执业证号: S1250520030001
电话: 021-58352138
邮箱: nzy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.00
流通 A 股(亿股)	0.26
52 周内股价区间(元)	115.46-215.79
总市值(亿元)	210
总资产(亿元)	22.21
每股净资产(元)	22.32

相关研究

1. 柏楚电子 (688188): 激光切割控制系统一骑绝尘, 高功率与超快可期 (2020-04-11)

关键假设：

假设 1：公司随动系统将跟随国内中低功率控制系统市场容量成长，市占率方面，公司基于目前 60%左右的行业领先水平，预计未来仍将通过产品持续升级优化巩固并强化市场地位优势。我们假设 2020-2022 年公司随动系统营收分别同比增长 30%、25%、25%；毛利率方面，受益随动板块产品结构持续优化，带动毛利率稳中有升，2020-2022 年分别为 87.0%、88.0%、88.0%。

假设 2：公司板卡系统通常与随动系统配套销售，故我们假设公司板卡系统国内市占率、营收增长趋势与随动系统近似。我们假设 2020-2022 年公司板卡系统营收分别同比增长 40%、30%、25%；毛利率方面，由于板卡系统升级换代频率较快，预计随着产品结构持续改善，板块毛利率将有效提升，2020-2022 年分别为 80%、82.0%、82.0%。

假设 3：公司总线系统自 2017 年推出，主要面向高功率市场。随着公司未来产品与市场的进一步开拓，预计将享受高端市场进口替代红利。由于目前公司总线系统营收基数较低，我们假设 2020-2022 年公司总线系统营收分别同比增长 100%、70%、50%；毛利率方面，由于总线系统相较于随动系统、板卡系统，技术门槛更高，预计将享受更高溢价。随着公司总线系统产品技术日臻成熟，预计板块毛利率将得到更快速度的提升，预计 2020-2022 年板块毛利率分别为 80.0%、84.0%、84.0%。

假设 4：长期来看，我们判断公司超快业务、激光焊接系统以及焊接头等硬件业务放量。我们假设 2020-2022 年公司其他业务板块营收同比增长 50%、40%、30%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
随动系统	收入	164.60	213.98	267.48	334.34
	增速	37.6%	30.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	86.2%	87.0%	88.0%	88.0%
板卡系统	收入	151.37	211.92	275.49	344.37
	增速	46.6%	40.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	78.8%	80.0%	82.0%	82.0%
总线系统	收入	23.75	47.50	80.75	121.13
	增速	347.3%	100.0%	70.0%	50.0%
	毛利率	75.7%	80.0%	84.0%	84.0%
其他	收入	36.35	54.53	76.34	99.24
	增速	113.6%	50.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	75.1%	70.0%	70.5%	71.0%
合计	收入	376.07	527.92	700.05	899.07
	增速	53.3%	40.4%	32.6%	28.4%
	毛利率	81.5%	81.8%	83.3%	83.3%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	376.07	527.92	700.06	899.07	净利润	246.14	299.30	418.21	502.55
营业成本	69.50	96.06	117.12	150.27	折旧与摊销	5.87	16.36	29.06	44.91
营业税金及附加	4.04	5.70	7.70	11.69	财务费用	-1.09	0.47	1.65	0.93
销售费用	14.09	15.84	28.00	35.96	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	29.40	105.58	126.01	161.83	经营营运资本变动	140.36	-86.33	-5.34	-38.38
财务费用	-1.09	0.47	1.65	0.93	其他	-151.38	-19.21	-40.05	-19.71
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	239.90	210.59	403.52	490.31
投资收益	16.32	20.00	40.00	20.00	资本支出	-42.22	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1662.49	609.90	-156.63	85.54
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1704.71	409.90	-356.63	-114.46
营业利润	260.12	324.27	459.57	558.39	短期借款	0.00	100.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.37	0.00	0.00	-0.01	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	266.48	324.27	459.57	558.38	股权融资	1611.69	0.00	0.00	0.00
所得税	20.34	24.97	41.36	55.84	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	246.14	299.30	418.21	502.55	其他	-44.55	-0.47	-1.65	-0.93
少数股东损益	-0.17	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1567.13	99.53	-1.65	-0.93
归属母公司股东净利润	246.31	299.30	418.21	502.55	现金流量净额	102.33	720.02	45.24	374.92
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	234.60	954.62	999.86	1374.78	成长能力				
应收和预付款项	34.21	51.29	67.68	84.88	销售收入增长率	53.33%	40.38%	32.61%	28.43%
存货	25.70	34.60	42.56	54.44	营业利润增长率	71.92%	24.66%	41.72%	21.50%
其他流动资产	1771.17	1310.59	1502.44	1481.71	净利润增长率	76.73%	21.60%	39.73%	20.17%
长期股权投资	2.13	2.13	2.13	2.13	EBITDA 增长率	71.09%	28.77%	43.73%	23.24%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	29.99	223.33	403.96	568.74	毛利率	81.52%	81.80%	83.27%	83.29%
无形资产和开发支出	109.49	100.13	90.77	81.40	三费率	11.28%	23.09%	22.24%	22.10%
其他非流动资产	13.42	13.09	12.75	12.42	净利率	65.45%	56.69%	59.74%	55.90%
资产总计	2220.72	2689.77	3122.16	3660.52	ROE	11.45%	12.22%	14.58%	14.91%
短期借款	0.00	100.00	100.00	100.00	ROA	11.08%	11.13%	13.39%	13.73%
应付和预收款项	45.11	66.77	80.62	103.78	ROIC	139.00%	95.55%	75.90%	66.53%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	70.44%	64.61%	70.03%	67.21%
其他负债	25.33	73.43	73.76	86.41	营运能力				
负债合计	70.45	240.19	254.38	290.19	总资产周转率	0.29	0.22	0.24	0.27
股本	100.00	100.00	100.00	100.00	固定资产周转率	58.24	8.91	3.89	2.81
资本公积	1720.62	1720.62	1720.62	1720.62	应收账款周转率	20.45	18.87	17.82	17.57
留存收益	327.52	626.82	1045.03	1547.58	存货周转率	3.35	3.19	3.04	3.10
归属母公司股东权益	2148.14	2447.44	2865.65	3368.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.67%	—	—	—
少数股东权益	2.13	2.13	2.13	2.13	资本结构				
股东权益合计	2150.27	2449.58	2867.78	3370.33	资产负债率	3.17%	8.93%	8.15%	7.93%
负债和股东权益合计	2220.72	2689.77	3122.16	3660.52	带息债务/总负债	0.00%	41.63%	39.31%	34.46%
					流动比率	37.88	10.48	10.96	10.92
					速动比率	37.40	10.33	10.78	10.72
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	2.46	2.99	4.18	5.03
					每股净资产	21.50	24.47	28.66	33.68
					每股经营现金	2.40	2.11	4.04	4.90
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	264.90	341.10	490.28	604.23					
PE	85.33	70.22	50.26	41.82					
PB	9.77	8.59	7.33	6.24					
PS	55.89	39.81	30.02	23.38					
EV/EBITDA	71.74	55.62	38.21	30.49					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn