



买入 (维持)

所属行业: 电气自动化设备
当前价格(元): 345.88

证券分析师

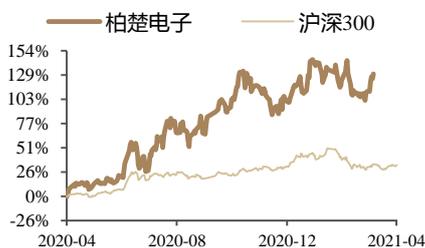
倪正洋

资格编号: S0120521020003

邮箱: nizy@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.72	2.91	-4.87
相对涨幅(%)	7.10	6.99	2.52

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《2021年3月PMI快评及开工率等微观数据分析-制造业上行周期, 激光加速受益》, 2021.3.31
- 《激光切割控制系统一骑绝尘, 定增加码继续打开成长空间》, 2021.3.16

柏楚电子: 2021Q1 归母净利润同比+126%达1.2亿, 全面拓展增量可期

投资要点

- 业绩总结:** 2021Q1, 公司收入1.9亿元, 同比+147%; 实现归母净利润1.2亿元, 同比+126%; 毛利率80.8%, 同比-0.8pp, 环比+2.6pp; 期间费用率(不含研发)同比-2.3pp为7.2%, 其中销售费用率同比+0.2pp为3.3%, 管理费用率同比-1.7pp为4.8%, 财务费用率同比-0.7pp为-1%。研发费用率为9.6%, 保持高投入。
- 激光切割控制系统壁垒深厚, 持续受益中高端市场扩容+进口替代。** 2021年一季度, 公司全功率段激光切割控制系统继续放量, 且应收账款周转率为5.62, 较2020年同期的3.65和2019年同期的5.29均有提升, 继续保持高议价能力, 印证了公司产品的强竞争力。我们认为, 公司软件的稳定性、易用性等重要性能均处领先地位, 维持客户粘性和渗透中高端市场主流玩家的潜力获持续验证, 在制造业上行周期、我国激光切割快速迈向高功率的大趋势下, 增量可期。另外, 海外疫情反复、芯片等原材料供应紧张将在一定程度上阻碍进口及设备商自研, 而柏楚2020年即加大了对部分原材料的备货, 截至2020年年末, 其原材料账面价值为0.18亿元, 较2019年同期+142%, 预计公司原材料储备充分, 且有望凭借在激光切割控制系统中的高市占率优先获得供应, 产品的渗透速度将进一步加快。
- 高市占率提供迭代良机, 长期成长空间广阔。** 2021年3月31日, 《2021中国激光产业发展报告》发布, 其中将我国激光切割机以3kW为界分为高功率和中低功率并公布了历年销量, 基本和公司的划分相一致。我们以公司随动和板卡系统销量均值代表中低功率产品销量, 以总线系统销量代表高功率产品销量, 算得公司2020年中低功率市场占有率同比+7pp达67%, 高功率市场占有率同比+6pp达15%, 份额继续快速提升, 也为公司算法迭代、开展新业务打下坚实基础。从公司公告来看定增计划开展顺利, 其中智能切割头、焊接系统与激光切割系统具较强协同效应, 公司有望加速拓展以上市场, 公司的运动控制算法历经验证和迭代, 叠加精密驱控一体化后, 有望于千亿级别运动控制市场开拓多个细分领域机会, 长期发展空间广阔。
- 投资建议。** 公司是激光切割控制系统绝对龙头, 我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为5.4/7.2/9.4亿元, 对应PE 64/48/37倍, 短期基于其现有业务高竞争壁垒与高景气度, 中长期基于其下游市场的强延展性, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济增速放缓, 行业竞争加剧, 切割头等新产品开拓不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	100.00
流通A股(百万股):	25.70
52周内股价区间(元):	129.20-345.88
总市值(百万元):	34,588.00
总资产(百万元):	2,721.37
每股净资产(元):	24.92

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	376	571	841	1,118	1,474
(+/-)YOY(%)	53.3%	51.8%	47.3%	33.0%	31.8%
净利润(百万元)	246	371	544	715	935
(+/-)YOY(%)	76.9%	50.5%	46.7%	31.4%	30.8%
全面摊薄EPS(元)	2.46	3.71	5.44	7.15	9.35
毛利率(%)	81.5%	80.7%	79.8%	78.5%	77.8%
净资产收益率(%)	11.5%	14.9%	18.7%	20.6%	22.4%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	3.71	5.44	7.15	9.35
每股净资产	24.93	29.07	34.61	41.76
每股经营现金流	3.62	4.93	6.40	8.32
每股股利	1.29	1.60	2.10	3.00
价值评估(倍)				
P/E	93.33	63.60	48.40	37.00
P/B	13.88	11.90	9.99	8.28
P/S	60.59	41.14	30.93	23.47
EV/EBITDA	109.79	72.52	55.70	42.22
股息率%	0.4%	0.5%	0.6%	0.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	80.7%	79.8%	78.5%	77.8%
净利润率	64.9%	64.7%	63.9%	63.4%
净资产收益率	14.9%	18.7%	20.6%	22.4%
资产回报率	14.2%	17.6%	19.2%	20.7%
投资回报率	11.1%	14.6%	15.9%	17.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	51.8%	47.3%	33.0%	31.8%
EBIT 增长率	40.1%	51.9%	30.2%	30.4%
净利润增长率	50.5%	46.7%	31.4%	30.8%
偿债能力指标				
资产负债率	4.5%	5.8%	6.7%	7.5%
流动比率	20.5	15.8	13.4	11.9
速动比率	20.1	15.4	13.0	11.5
现金比率	4.1	3.7	3.8	4.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	25.1	25.1	25.1	25.1
存货周转天数	137.5	137.5	137.5	137.5
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
固定资产周转率	66.5	24.7	13.5	9.1

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	371	544	715	935
少数股东损益	-1	0	0	0
非现金支出	10	5	1	1
非经营收益	-74	-72	-99	-131
营运资金变动	58	17	23	27
经营活动现金流	362	493	640	832
资产	-45	-20	-30	-40
投资	-56	-200	-200	-200
其他	61	62	89	121
投资活动现金流	-40	-158	-141	-119
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-74	-160	-210	-300
融资活动现金流	-74	-160	-210	-300
现金净流量	249	175	288	413

备注:表中计算估值指标的收盘价日期为 2021 年 4 月 28 日

资料来源:公司年报(2019-2020),德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	571	841	1,118	1,474
营业成本	110	170	240	328
毛利率%	80.7%	79.8%	78.5%	77.8%
营业税金及附加	6	10	12	16
营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	27	36	50	71
营业费用率%	4.7%	4.3%	4.5%	4.8%
管理费用	41	55	73	96
管理费用率%	7.1%	6.5%	6.5%	6.5%
研发费用	82	107	140	177
研发费用率%	14.4%	12.8%	12.5%	12.0%
EBIT	305	463	603	786
财务费用	-2	-9	-12	-17
财务费用率%	-0.4%	-1.0%	-1.1%	-1.2%
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	61	62	89	121
营业利润	395	584	771	1,012
营业外收支	13	10	10	10
利润总额	409	594	781	1,022
EBITDA	311	468	604	787
所得税	39	51	66	87
有效所得税率%	9.6%	8.5%	8.5%	8.5%
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司所有者净利润	371	544	715	935

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	483	658	947	1,359
应收账款及应收票据	39	58	77	101
存货	41	64	90	123
其它流动资产	1,827	2,030	2,234	2,439
流动资产合计	2,391	2,810	3,348	4,023
长期股权投资	10	10	10	10
固定资产	9	34	83	162
在建工程	67	97	137	187
无形资产	90	90	90	90
非流动资产合计	221	276	365	494
资产总计	2,611	3,087	3,713	4,517
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	17	26	37	50
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	100	152	213	289
流动负债合计	117	178	250	339
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债总计	117	178	250	339
实收资本	100	100	100	100
普通股股东权益	2,493	2,907	3,461	4,176
少数股东权益	2	2	2	2
负债和所有者权益合计	2,611	3,087	3,713	4,517

信息披露

分析师与研究助理简介

倪正洋，2021年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有5年机械研究经验，1年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020年获得iFinD机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业2019年新财富第三名，2017年新财富第二名，2017年金牛奖第二名，2016年新财富第四名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级	买入		相对强于市场表现20%以上；
	增持		相对强于市场表现5%~20%；
	中性		相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持		相对弱于市场表现5%以下。
行业投资评级	优于大市		预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
	中性		预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
	弱于大市		预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。