

# 柏楚电子 (688188)

证券研究报告

2021年04月29日

淡季不淡，扣非净利率提升 8 个点，定增激光外市场有望实现突破

柏楚电子公布 21 年一季报，业绩表现非常优秀，超我们此前预期。公司 Q1 实现收入 1.88 亿，同比+147%，环比+1.1%，归母净利润达到了 1.18 亿元，同比+126.39%，环比+25.53%。值得一提的是，一季度一般为激光切割需求的淡季，从 2018-2020 年来看，Q1 收入占全年的比例为 21%、19%、13%（20 年有疫情影响），利润占全年的比例为 22%、23%、14%。

公司护城河深厚，盈利能力维持高水平，扣非净利率提升 8pct。公司 Q1 毛利率为 80.78%，同比-0.77pct，环比+2.63pct，毛利率同比微降是非常正常的，因为公司总线业务占比提高，高功率总线业务由于外设件较多、毛利率略低。公司 Q1 净利率为 63.09%，扣非净利率达到了 60.45%，而去年同期仅为 52.45%，扣非净利率提升 8pct。

公司费用率持续下降，现金流量表健康：公司期间费用率合计为 16.72%，同比-2.75pct，销售费率/管理费率/研发费率/财务费率分别为 3.31%、4.80%、9.55%、-0.95%，同比分别变动+0.15、-1.73、-0.48、-0.70pct。公司几乎没有坏账或减值，信用减值损失占收入比例为 0.1%，同比下降 0.35pct。公司本期经营性现金流入为 2.16 亿元、高于本期营收，我们估计主要是有少量合同负债（0.22 亿元），经营性现金流量净流入额达到了 1 个亿，同比+796%。

我们近期对其市场空间及盈利预测进行深度梳理：1) 运动控制：预计市场空间 2021-2023 年将达到 11.05、13.63、16.81 亿元，同比+33.31%、23.30%、23.37%；公司在市占率提升的带动下 21-23 年运控收入同比+36.92%、24.97%、32.44%。2) 切割头：预计市场空间 2021-2023 年将达到 9.35、11.27、13.76 亿元，同比+31.66%、20.61%、22.05%，公司 19-20 年在高功率切割头市场市占率分别为 0.36%、2.54%，公司 2020 年下半年开始发力智能切割头市场，我们假设公司 21-23 年市占率分别做到 5%、10%、15%，该市场对于公司的收入贡献将达到 0.47、0.77、1.47 亿元。3) 公司募投项目彰显“跨圈”布局启动，有效提升成长天花板：我们估计智能焊接机器人的控制产品 21-23 年国内国际市场空间分别达到 14.69、16.16、20.36 亿元，全球市场更大，明显大于公司此前的激光运控市场。

综上所述，我们统计得到公司 21-23 年可达市场空间 38.73、45.71、56.79 亿元，相较于公司 20 年收入体量 5.71 亿元，仍有很大的发展空间。我们估计公司 21-23 年业绩分别为 5.31、7.00、9.34 亿元，对应 PE 分别为 65.12、49.42、37.03X，加回股权激励后 5.86、7.33、9.48 亿元，维持买入评级！

风险提示：下游制造业投资不及预期；疫情反复风险；行业竞争加剧；定增进展不及预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	376.07	570.83	826.78	1,085.30	1,519.54
增长率(%)	53.33	51.79	44.84	31.27	40.01
EBITDA(百万元)	279.73	454.28	558.10	741.06	978.29
净利润(百万元)	246.31	370.59	531.15	699.84	934.03
增长率(%)	76.85	50.46	43.33	31.76	33.46
EPS(元/股)	2.46	3.71	5.31	7.00	9.34
市盈率(P/E)	140.42	93.33	65.12	49.42	37.03
市净率(P/B)	16.10	13.88	11.44	9.29	7.43
市销率(P/S)	91.97	60.59	41.83	31.87	22.76
EV/EBITDA	49.00	53.50	56.59	42.02	30.54

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	320.99 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	100.00
流通 A 股股本(百万股)	25.70
A 股总市值(百万元)	32,099.00
流通 A 股市值(百万元)	8,249.48
每股净资产(元)	24.92
资产负债率(%)	8.32
一年内最高/最低(元)	342.29/127.21

## 作者

李鲁靖 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519050003  
lilujing@tfzq.com

缪欣君 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517080003  
miaoxinjun@tfzq.com

朱晔 联系人  
zhuyue@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：贝格数据

## 相关报告

- 《柏楚电子-公司点评:业绩增长全面超预期，激光市场未来可期》 2021-01-27
- 《柏楚电子-季报点评:单季度收入增长接近 60%，业绩增长全面超预期》 2020-10-23
- 《柏楚电子-半年报点评:中报点评：业绩高增长，盈利能力持续提升，看好公司新兴业务拓展！》 2020-08-16

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	234.60	483.36	1,252.39	1,695.81	2,955.01	营业收入	376.07	570.83	826.78	1,085.30	1,519.54
应收票据及应收账款	22.17	39.31	38.78	63.12	82.08	营业成本	69.50	109.99	170.48	220.13	318.90
预付账款	3.85	1.88	11.38	5.74	20.83	营业税金及附加	4.04	6.34	10.75	12.89	16.41
存货	25.70	41.43	43.81	63.81	81.47	营业费用	14.09	26.93	30.84	40.16	55.92
其他	1,779.38	1,824.78	1,904.14	1,912.96	1,940.17	管理费用	29.40	40.61	56.22	69.46	95.73
<b>流动资产合计</b>	<b>2,065.69</b>	<b>2,390.75</b>	<b>3,250.50</b>	<b>3,741.44</b>	<b>5,079.56</b>	研发费用	41.34	82.07	86.81	103.10	144.36
长期股权投资	2.13	10.46	10.46	10.46	10.46	财务费用	(1.09)	(2.18)	(5.35)	(9.10)	(14.35)
固定资产	6.82	8.58	35.76	16.20	12.23	资产减值损失	0.00	(2.61)	0.20	0.20	0.20
在建工程	23.17	66.67	13.33	11.67	15.83	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	91.83	90.17	89.70	89.24	88.77	投资净收益	16.32	60.75	60.00	70.00	70.00
其他	31.08	44.81	22.82	22.28	25.64	其他	(57.65)	(146.49)	(148.00)	(170.00)	(170.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>155.03</b>	<b>220.68</b>	<b>172.07</b>	<b>149.84</b>	<b>152.94</b>	<b>营业利润</b>	<b>260.12</b>	<b>395.42</b>	<b>564.83</b>	<b>748.46</b>	<b>1,002.37</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,220.72</b>	<b>2,611.43</b>	<b>3,422.57</b>	<b>3,891.28</b>	<b>5,232.50</b>	营业外收入	6.40	13.34	10.00	10.00	10.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.03	0.04	0.01	0.01	0.01
应付票据及应付账款	8.51	16.82	11.60	26.31	30.38	<b>利润总额</b>	<b>266.48</b>	<b>408.72</b>	<b>574.82</b>	<b>758.45</b>	<b>1,012.36</b>
其他	46.02	100.08	379.96	133.59	536.68	所得税	20.34	39.11	44.26	58.40	77.95
<b>流动负债合计</b>	<b>54.54</b>	<b>116.90</b>	<b>391.55</b>	<b>159.90</b>	<b>567.06</b>	<b>净利润</b>	<b>246.14</b>	<b>369.61</b>	<b>530.56</b>	<b>700.05</b>	<b>934.41</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(0.17)	(0.98)	(0.59)	0.21	0.37
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>246.31</b>	<b>370.59</b>	<b>531.15</b>	<b>699.84</b>	<b>934.03</b>
其他	15.91	0.00	5.93	6.23	5.89	每股收益(元)	2.46	3.71	5.31	7.00	9.34
<b>非流动负债合计</b>	<b>15.91</b>	<b>0.00</b>	<b>5.93</b>	<b>6.23</b>	<b>5.89</b>						
<b>负债合计</b>	<b>70.45</b>	<b>116.90</b>	<b>397.48</b>	<b>166.13</b>	<b>572.95</b>						
少数股东权益	2.13	1.76	1.16	1.37	1.75	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	<b>成长能力</b>					
资本公积	1,720.62	1,768.66	1,768.66	1,768.66	1,768.66	营业收入	53.33%	51.79%	44.84%	31.27%	40.01%
留存收益	2,048.14	2,392.78	2,923.93	3,623.77	4,557.81	营业利润	71.92%	52.02%	42.84%	32.51%	33.92%
其他	(1,720.62)	(1,768.66)	(1,768.66)	(1,768.66)	(1,768.66)	归属于母公司净利润	76.85%	50.46%	43.33%	31.76%	33.46%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,150.27</b>	<b>2,494.53</b>	<b>3,025.10</b>	<b>3,725.15</b>	<b>4,659.55</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,220.72</b>	<b>2,611.43</b>	<b>3,422.57</b>	<b>3,891.28</b>	<b>5,232.50</b>	毛利率	81.52%	80.73%	79.38%	79.72%	79.01%
						净利率	65.50%	64.92%	64.24%	64.48%	61.47%
						ROE	11.47%	14.87%	17.56%	18.79%	20.05%
						ROIC	161.63%	268.27%	119.32%	3491.61%	329.55%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	资产负债率	3.17%	4.48%	11.61%	4.27%	10.95%
净利润	246.14	369.61	531.15	699.84	934.03	净负债率	-10.91%	-19.38%	-41.40%	-45.52%	-63.42%
折旧摊销	5.87	5.75	26.62	31.69	20.27	流动比率	37.88	20.45	8.30	23.40	8.96
财务费用	0.00	0.00	(5.35)	(9.10)	(14.35)	速动比率	37.40	20.10	8.19	23.00	8.81
投资损失	(16.32)	(60.75)	(60.00)	(70.00)	(70.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	198.03	(241.45)	408.60	(278.33)	324.53	应收账款周转率	20.86	18.57	21.18	21.30	20.93
其它	(193.83)	289.31	(0.59)	0.21	0.37	存货周转率	18.15	17.01	19.40	20.17	20.92
<b>经营活动现金流</b>	<b>239.90</b>	<b>362.47</b>	<b>900.43</b>	<b>374.32</b>	<b>1,194.86</b>	总资产周转率	0.29	0.24	0.27	0.30	0.33
资本支出	127.22	71.78	(5.93)	9.69	20.34	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(2.00)	8.33	0.00	0.00	0.00	每股收益	2.46	3.71	5.31	7.00	9.34
其他	(1,829.93)	(119.82)	(130.82)	50.31	29.66	每股经营现金流	2.40	3.62	9.00	3.74	11.95
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,704.71)</b>	<b>(39.71)</b>	<b>(136.75)</b>	<b>60.00</b>	<b>50.00</b>	每股净资产	21.48	24.93	30.24	37.24	46.58
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>					
股权融资	1,664.78	102.22	57.35	61.10	66.35	市盈率	140.42	93.33	65.12	49.42	37.03
其他	(97.65)	(176.22)	(52.00)	(52.00)	(52.00)	市净率	16.10	13.88	11.44	9.29	7.43
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,567.13</b>	<b>(74.00)</b>	<b>5.35</b>	<b>9.10</b>	<b>14.35</b>	EV/EBITDA	49.00	53.50	56.59	42.02	30.54
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	49.78	53.96	59.43	43.90	31.19
<b>现金净增加额</b>	<b>102.33</b>	<b>248.76</b>	<b>769.03</b>	<b>443.41</b>	<b>1,259.20</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com