

柏楚电子 (688188)

证券研究报告

2021年06月26日

智能焊接+智能切割头市场空间高于传统业务，第二成长曲线逐步显现

柏楚电子公告定增募集说明书申报稿，拟向特定对象募集资金不超过 10 亿人民币，用于三大项目：1) 智能切割头，拟使用定增资金不超过 4 亿元；2) 智能焊接机器人及控制系统，拟使用定增资金不超过 3 亿元；3) 超高精密驱控一体项目，拟使用定增资金不超过 3 亿元。

我们认为公司对于本次定增的用途明确，第二成长曲线逐步显现：

第一，智能焊接系统：

1) 公司智能焊接系统主要包括离线编程软件、焊缝跟踪系统、视觉定位系统以及焊接机器人工作站等；本项目规划产能为智能焊接离线编程软件 3,000 套、智能焊缝跟踪系统 3,000 套、智能焊接控制系统 3,000 套、工件视觉定位系统 2,000 套、焊接变位机 1,000 台和智能焊接机器人工作站 1,000 台。

2) 软件+硬件形成一整套完整的焊接流程系统，其中焊接机器人工作站以及焊接变位器为选配；焊接流程包括：导入图纸（从 Tekla、Revit 等建筑设计软件）-设置焊缝-生成焊缝路径-进行焊接（涉及动态路径规划及自动避障、焊缝位置识别及跟踪传感控制、图像信号处理等等复杂内容）-调整工件位置（自动调整、实现连续焊接）。

3) 公司目前已与下游多家钢构企业建立深度合作关系；对个别智能焊接产品进行反复试验。目前为止，公司已经研制出焊缝跟踪传感器软硬件原型，能够初步识别简单焊缝；公司已经研制出机器人离线编程软件 demo，能够对机器人与工件进行 3D 建模，并模拟焊接加工；公司已经研制出基础的机器人控制系统，能够控制 6 轴焊接机器人进行空间轨迹运动。

第二，智能切割头：

1) 智能切割头业务已到收获期，全年大概率实现超千套销售；波刺为公司焊接头业务主体；2020 年和 2021 年 1-5 月，波刺自动化实现销售智能切割头分别为 221 套和 513 套。自业务开展以来，公司的智能切割头产品的综合性价比逐渐获得下游客户的认可。截至 2021 年 5 月 31 日，公司智能激光切割头业务在手订单数量为 109 套，已与下游客户签署的框架协议/意向性协议的订单数量为 480 套。

2) 智能切割头业务市场空间有望超预期，主要系更新周期短于设备本身；切割头分为两块市场，第一是新增；2021 年、2022 年高功率激光切割运动控制系统的预计市场需求分别为 16,600 套和 20,600 套，保守估计 2025 年（达产年）高功率激光切割运动控制系统的市场总量约为 32,700 套。这部分略超我们此前的测算。

更新周期短，存量替代市场超预期；对于存量市场来说，国内激光切割设备的使用寿命在 5 年左右（中低功率 3-4 年，高功率略长），但切割头平均使用寿命为 2 年左右（高功率寿命会更短），是激光切割设备整机寿命的一半不到。在考虑原切割设备一般通过更换智能切割头维持切割设备的正常使用，则到 2025 年存量切割头的替换需求量为 30,400 套。综合上述新增市场和存量替换市场，2025 年激光切割头的市场总规模将达到 63,100 台。

3) 市场空间及 IRR：以均价 4-5 万来算，切割头业务到 2025 年市场空间有望达到 25.2-31.6 亿元，高于运控市场本身。在不考虑资金由母公司向子公司投入方式和母子公司之间分红等因素下，本项目税后内部收益率为 25.63%，项目预期效益良好。

我们认为公司本次定增很大程度上打开公司成长空间，新拓展的切割头及焊接市场空间均高于此前的传统业务，第二成长曲线呼之欲出。

盈利预测与估值

考虑到公司未来定增扩产落地以及短期业绩可能承压，若定增顺利完成，预计 2021-2023 年对应备考的净利润分别由 5.31 亿、7.00 亿、9.34 亿上调至 5.23 亿、7.14 亿、9.70 亿。对应 P/E 分别为 77.91X、57.02X、41.98X。维持买入评级。

风险提示：下游激光加工设备行业需求低于预期，高功率系统领域拓展不及预期，竞争对手产品性能提升迅速，公司产品面临降价风险，定增未能获批通过的风险。

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	3.69	5.30	6.98	9.31
市盈率(P/E)	164.10	109.07	76.10	57.76	43.27
市净率(P/B)	18.82	16.21	13.37	10.85	8.68
市销率(P/S)	107.48	70.81	48.89	37.24	26.60
EV/EBITDA	49.00	53.50	67.04	49.89	36.50

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	402.99 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	100.30
流通 A 股股本(百万股)	26.00
A 股总市值(百万元)	40,419.00
流通 A 股市值(百万元)	10,476.89
每股净资产(元)	24.92
资产负债率(%)	8.32
一年内最高/最低(元)	419.00/154.51

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

- 1 《柏楚电子-季报点评: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》 2021-04-29
- 2 《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
- 3 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	234.60	483.36	1,252.39	1,695.81	2,955.01
应收票据及应收账款	22.17	39.31	38.78	63.12	82.08
预付账款	3.85	1.88	11.38	5.74	20.83
存货	25.70	41.43	43.81	63.81	81.47
其他	1,779.38	1,824.78	1,904.14	1,912.96	1,940.17
流动资产合计	2,065.69	2,390.75	3,250.50	3,741.44	5,079.56
长期股权投资	2.13	10.46	10.46	10.46	10.46
固定资产	6.82	8.58	35.76	16.20	12.23
在建工程	23.17	66.67	13.33	11.67	15.83
无形资产	91.83	90.17	89.70	89.24	88.77
其他	31.08	44.81	22.82	22.28	25.64
非流动资产合计	155.03	220.68	172.07	149.84	152.94
资产总计	2,220.72	2,611.43	3,422.57	3,891.28	5,232.50
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	8.51	16.82	11.60	26.31	30.38
其他	46.02	100.08	379.96	133.59	536.68
流动负债合计	54.54	116.90	391.55	159.90	567.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	15.91	0.00	5.93	6.23	5.89
非流动负债合计	15.91	0.00	5.93	6.23	5.89
负债合计	70.45	116.90	397.48	166.13	572.95
少数股东权益	2.13	1.76	1.16	1.37	1.75
股本	100.00	100.00	100.30	100.30	100.30
资本公积	1,720.62	1,768.66	1,768.36	1,768.36	1,768.36
留存收益	2,048.14	2,392.78	2,923.63	3,623.47	4,557.51
其他	(1,720.62)	(1,768.66)	(1,768.36)	(1,768.36)	(1,768.36)
股东权益合计	2,150.27	2,494.53	3,025.10	3,725.15	4,659.55
负债和股东权益总	2,220.72	2,611.43	3,422.57	3,891.28	5,232.50

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	246.14	369.61	531.15	699.84	934.03
折旧摊销	5.87	5.75	26.62	31.69	20.27
财务费用	0.00	0.00	(5.35)	(9.10)	(14.35)
投资损失	(16.32)	(60.75)	(60.00)	(70.00)	(70.00)
营运资金变动	198.03	(241.45)	408.60	(278.33)	324.53
其它	(193.83)	289.31	(0.59)	0.21	0.37
经营活动现金流	239.90	362.47	900.43	374.32	1,194.86
资本支出	127.22	71.78	(5.93)	9.69	20.34
长期投资	(2.00)	8.33	0.00	0.00	0.00
其他	(1,829.93)	(119.82)	(130.82)	50.31	29.66
投资活动现金流	(1,704.71)	(39.71)	(136.75)	60.00	50.00
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1,664.78	102.22	57.35	61.10	66.35
其他	(97.65)	(176.22)	(52.00)	(52.00)	(52.00)
筹资活动现金流	1,567.13	(74.00)	5.35	9.10	14.35
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	102.33	248.76	769.03	443.41	1,259.20

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	376.07	570.83	826.78	1,085.30	1,519.54
营业成本	69.50	109.99	170.48	220.13	318.90
营业税金及附加	4.04	6.34	10.75	12.89	16.41
营业费用	14.09	26.93	30.84	40.16	55.92
管理费用	29.40	40.61	56.22	69.46	95.73
研发费用	20.79	28.14	86.81	103.10	144.36
财务费用	(1.09)	(2.18)	(5.35)	(9.10)	(14.35)
资产减值损失	0.00	(2.61)	0.20	0.20	0.20
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	16.32	60.75	60.00	70.00	70.00
其他	(37.10)	(92.56)	(148.00)	(170.00)	(170.00)
营业利润	260.12	395.42	564.83	748.46	1,002.37
营业外收入	6.40	13.34	10.00	10.00	10.00
营业外支出	0.03	0.04	0.01	0.01	0.01
利润总额	266.48	408.72	574.82	758.45	1,012.36
所得税	20.34	39.11	44.26	58.40	77.95
净利润	246.14	369.61	530.56	700.05	934.41
少数股东损益	(0.17)	(0.98)	(0.59)	0.21	0.37
归属于母公司净利润	246.31	370.59	531.15	699.84	934.03
每股收益(元)	2.46	3.69	5.30	6.98	9.31

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	53.33%	51.79%	44.84%	31.27%	40.01%
营业利润	71.92%	52.02%	42.84%	32.51%	33.92%
归属于母公司净利润	76.85%	50.46%	43.33%	31.76%	33.46%
获利能力					
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%
偿债能力					
资产负债率	3.17%	4.48%	11.61%	4.27%	10.95%
净负债率	-10.91%	-19.38%	-41.40%	-45.52%	-63.42%
流动比率	37.88	20.45	8.30	23.40	8.96
速动比率	37.40	20.10	8.19	23.00	8.81
营运能力					
应收账款周转率	20.86	18.57	21.18	21.30	20.93
存货周转率	18.15	17.01	19.40	20.17	20.92
总资产周转率	0.29	0.24	0.27	0.30	0.33
每股指标(元)					
每股收益	2.46	3.69	5.30	6.98	9.31
每股经营现金流	2.39	3.61	8.98	3.73	11.91
每股净资产	21.42	24.85	30.15	37.13	46.44
估值比率					
市盈率	164.10	109.07	76.10	57.76	43.27
市净率	18.82	16.21	13.37	10.85	8.68
EV/EBITDA	49.00	53.50	67.04	49.89	36.50
EV/EBIT	49.78	53.96	70.40	52.12	37.28

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