

柏楚电子 (688188.SH)

业绩延续高增长，新业务进展顺利

核心观点:

- 公司发布 2021 年半年度业绩预告，归母净利润为 2.8 亿元左右，同比增长 100% 左右。公司预告 21H1 归母净利润为 2.8 亿元左右，较 20H1 增长 100% 左右，与 19H1 相比，两年复合增速约 54%。公司业绩的高增长得益于激光产业链的高景气，根据 2021 中国激光产业发展报告数据，20 年中国高功率激光切割设备销量达到 1.3 万台，同比增长 86%，预计 21 年将进一步增长到 2.2 万台。根据锐科激光年报及官网数据，21H1 万瓦激光器销售数量在 1000 台左右，超过 20 年全年。
- 智能切割头业务进展顺利，进口替代有望加速。根据公司定增审核问询函回复披露，20 年和 21 年 1-5 月，智能切割头销量分别为 221 套、513 套，销售收入分别为 1097 万元和 2732 万元，增长较快。目前，普雷茨特等进口品牌占有国内 6KW 以上功率段的激光切割头市场的 90%，公司已推出的 BLT83X 和 BLT64X 产品具有与控制系统无缝衔接、价格适中、售后成本低等优点，有望加速进口替代。
- 智能焊接机器人市场空间较大，已获得意向订单。根据公司定增审核问询函回复披露，2019 年中国钢结构产品产量为 7920 万吨，对应焊工需求至少为 19.8 万人，机器换人的市场空间较大。公司拟开发的焊接机器人具有免示教、离线编程等智能化功能，同时价格低于国外类似系统，可应用于钢结构及其他柔性应用场景，目前已获得江苏宏宇重工等 3 家客户的共 75 套意向订单，金额合计为 2375 万元。
- 盈利预测与投资建议：未考虑定增因素，预计公司 21-23 年收入为 9.39/13.22/17.88 亿元，EPS 为 5.99/8.37/11.18 元/股，当前股价对应 PE 为 68/49/36X。参考可比公司估值，我们给予公司 21 年 PE 估值 75X，对应合理价值为 449.44 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示：市场竞争加剧风险；新技术开发风险；知识产权风险。

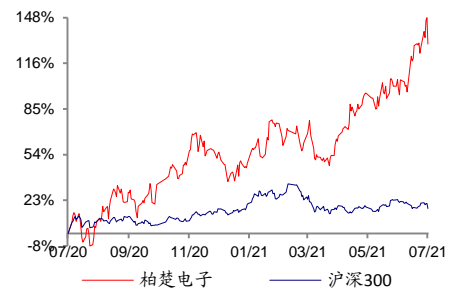
盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	376	571	939	1,322	1,788
增长率 (%)	53.3	51.8	64.5	40.8	35.2
EBITDA (百万元)	224	311	555	796	1,073
归母净利润 (百万元)	246	371	601	839	1,121
增长率 (%)	76.9	50.5	62.2	39.7	33.6
EPS (元/股)	2.46	3.71	5.99	8.37	11.18
市盈率 (P/E)	63.83	71.13	67.92	48.63	36.41
ROE (%)	11.5	14.9	19.0	20.5	21.1
EV/EBITDA	69.27	83.31	71.63	48.95	35.26

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	407.00 元
合理价值	449.44 元
前次评级	买入
报告日期	2021-07-02

相对市场表现



分析师:

孙柏阳



SAC 执证号: S0260520080002



021-38003680



sunboyang@gf.com.cn

分析师:

代川



SAC 执证号: S0260517080007



SFC CE No. BOS186



021-38003678

分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002



SFC CE No. BNX004



021-38003675

gfliuxuefeng@gf.com.cn

请注意，孙柏阳并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

柏楚电子 (688188.SH): 一季 2021-05-14

报维持高增长，定增获上交所

受理

联系人:

王振 021-38003680

qhwangzhen@gf.com.cn

盈利预测关键建设：公司业务根据产品可分为随动系统、板卡系统、总线系统、智能切割头和其他主营产品。

随动系统：16-20年业务收入年复合增长率为35%，考虑到公司中低功率控制系统市占率较高，未来业务增速有所回归。预计21-23年收入增速分别为35%、17%和15%，产品毛利率保持稳定。

板卡系统：16-20年业务收入年复合增长率为42%，考虑到公司中低功率控制系统市占率较高，未来业务增速有所回归。预计21-23年收入增速分别为28%、17%和15%，产品毛利率保持稳定。

总线系统：17年首次推出，18-20年业务收入分别为531万元、2375万元和7068万元，增长较快。目前，公司高功率控制系统市占率约17%，几乎拥有全部国产份额，成长与国产替代空间广阔。预计21-23年收入增速分别为188%、58%和49%，产品毛利率保持稳定。

智能切割头：19年首次推出，20年和21年1-5月业务收入分别为1097万元和2732万元，公司智能切割头具有与控制系统无缝衔接、价格适中、售后成本低等优点，有望加速进口替代。预计21-23年收入增速分别为672%、149%和71%，产品毛利率因规模效应摊薄生产成本而有所提升。

其他主营业务：16-20年业务收入年复合增长率为97%，主要包括视觉定位系统，扩展模块、套料软件等，未来还将包括智能焊接机器人。考虑到公司在技术方面的全面布局与扩展，尤其是智能焊接机器人项目逐步投入市场，未来其他主营业务仍将保持较快增长，预计21-23年收入增速分别为45%、50%和46%，因智能焊接机器人硬件成本较高，预计毛利率有所下降。

销售、管理及研发费用：20年公司各项费用占收入比例较19年有所提升，主要是确认股份支付费用影响。根据公司股权激励相关公告，预计21-23年确认的股份支付费用少于20年，结合公司营业收入增长较快，预计各项费用率将有所下降。

表 1: 公司分项业务拆分及预测 (百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	376.07	570.83	939.09	1,322.45	1,788.24
YoY	53%	52%	65%	41%	35%
成本	69.50	109.99	202.16	319.54	461.48
毛利率	82%	81%	78%	76%	74%
一、随动系统					
营业收入	164.60	220.35	297.56	348.15	400.37
YoY	38%	34%	35%	17%	15%
成本	22.67	30.89	41.66	48.74	56.05
毛利率	86%	86%	86%	86%	86%
二、板卡系统					
营业收入	151.37	210.35	268.53	314.18	361.31
YoY	47%	39%	28%	17%	15%

成本	32.03	43.90	53.71	62.84	72.26
毛利率	79%	79%	80%	80%	80%
三、总线系统					
营业收入	23.75	70.68	203.50	322.45	482.02
YoY	348%	198%	188%	58%	49%
成本	5.76	18.03	50.88	80.61	120.50
毛利率	76%	74%	75%	75%	75%
四、智能切割头					
营业收入	0.89	10.97	84.70	210.67	359.55
YoY	-	1133%	672%	149%	71%
成本	-	6.58	39.81	99.02	168.99
毛利率	-	40%	53%	53%	53%
五、其他主营产品					
营业收入	35.46	58.48	84.80	127.00	185.00
YoY	108%	65%	45%	50%	46%
成本	9.04	10.58	16.11	28.34	43.67
毛利率	74%	82%	81%	78%	76%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

投资建议:

未考虑定增因素, 预计公司21-23年收入分别为9.39/13.22/17.88亿元, EPS分别为5.99/8.37/11.18元/股, 当前股价对应PE分别为68/49/36X。

公司主要业务是激光切割控制系统, 因此分别从工业自动化及运动控制、软件服务、激光器等三个领域选取了汇川技术、深信服、锐科激光作为可比公司。根据WIND一致预测, 汇川技术、深信服、锐科激光当前股价对应的21年PE分别为67X、97X、62X, 汇川技术与锐科激光产品偏向硬件, 2020年毛利率分别为39%、29%, 深信服产品主要为软件, 2020年毛利率70%, 毛利率较高, 估值有一定溢价。

公司是国内激光切割系统龙头, 研发实力强大, 新业务进展顺利, 有望平台化发展。锐科激光是国产激光器龙头, 2020年毛利率、净利率分别为29%和13%。与之相比, 公司产品市场竞争格局较好, 盈利能力较强, 2020年毛利率及净利率分别为81%和65%, 享有一定估值溢价。参考可比公司估值, 我们给予公司21年PE估值75X, 对应合理价值为449.44元/股, 维持给予“买入”评级。

表 2: 柏楚电子可比公司PE估值对比 (市值统计截止2021.07.02收盘)

公司名称	代码	业务类型	市值 /百万元	归母净利润 (百万元)			PE 估值水平		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
汇川技术	300124.SZ	工业自动化	197312	2100	2956	3832	94	67	51
深信服	300454.SZ	软件服务	103431	809	1063	1422	128	97	73
锐科激光	300747.SZ	激光器	31118	296	504	683	105	62	46

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 以上公司盈利预测来自Wind一致预期。

风险提示:

市场竞争加剧风险: 激光切割是一个高度开放和完全市场化竞争的行业，未来若公司不能在技术创新、产品研发、服务质量、客户维护等方面不断增强实力，持续保持竞争优势，则可能出现客户流失、市场份额下降的风险。

新技术开发风险: 公司所处的工业运动控制行业属于技术密集型行业，对技术创新要求较高，对产品的技术需求不断提高。若公司未来不能准确地把握技术发展趋势，在技术开发方向战略决策上发生失误，或者未能及时进行产品升级和新技术运用，可能使公司丧失技术和市场的领先地位，从而影响公司持续盈利能力。

知识产权风险: 公司经过多年发展已拥有多项专利技术、计算机软件著作权、软件产品登记证书和众多非专利技术。公司的技术、专利在一定程度上面临被侵犯的风险。如果公司的核心技术、专利等知识产权被窃取或遭受侵害，将可能对公司的生产经营、市场份额、声誉等方面造成一定的不利影响，在市场竞争中削弱自身的竞争优势，从而对公司的经营和业绩产生不利影响。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,066	2,391	3,004	3,901	5,106	经营活动现金流	240	362	549	810	1,101
货币资金	235	483	1,034	1,856	2,969	净利润	246	370	602	843	1,127
应收及预付	26	41	68	97	132	折旧摊销	6	6	8	14	20
存货	26	41	75	118	171	营运资金变动	8	58	0	15	16
其他流动资产	1,779	1,825	1,827	1,830	1,834	其它	-20	-70	-61	-61	-63
非流动资产	155	221	336	460	603	投资活动现金流	-1,705	-40	1	11	13
长期股权投资	2	10	10	10	10	资本支出	-113	-45	-60	-50	-50
固定资产	7	9	66	142	238	投资变动	-1,602	-56	0	0	0
在建工程	23	67	127	177	227	其他	10	61	61	61	63
无形资产	92	90	88	86	83	筹资活动现金流	1,567	-74	0	0	0
其他长期资产	31	45	45	45	45	银行借款	0	0	0	0	0
资产总计	2,221	2,611	3,340	4,361	5,708	股权融资	1,622	0	0	0	0
流动负债	55	117	180	270	377	其他	-54	-74	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	102	249	551	822	1,113
应付及预收	10	17	30	48	70	期初现金余额	132	235	483	1,034	1,856
其他流动负债	44	100	149	222	307	期末现金余额	235	483	1,034	1,856	2,969
非流动负债	16	0	0	0	0						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	16	0	0	0	0						
负债合计	70	117	180	270	377						
股本	100	100	100	100	100						
资本公积	1,721	1,769	1,768	1,768	1,768						
留存收益	328	624	1,288	2,216	3,451						
归属母公司股东权益	2,148	2,493	3,157	4,085	5,319						
少数股东权益	2	2	3	6	12						
负债和股东权益	2,221	2,611	3,340	4,361	5,708						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	376	571	939	1,322	1,788
营业成本	69	110	202	320	461
营业税金及附加	4	6	9	13	18
销售费用	14	27	33	39	47
管理费用	29	41	47	58	72
研发费用	41	82	100	111	137
财务费用	-1	-2	-14	-27	-47
资产减值损失	0	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	16	61	61	61	63
营业利润	260	395	669	936	1,252
营业外收支	6	13	0	0	0
利润总额	266	409	669	936	1,252
所得税	20	39	67	94	125
净利润	246	370	602	843	1,127
少数股东损益	0	-1	1	3	6
归属母公司净利润	246	371	601	839	1,121
EBITDA	224	311	555	796	1,073
EPS (元)	2.46	3.71	5.99	8.37	11.18

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	53.3%	51.8%	64.5%	40.8%	35.2%
营业利润增长	71.9%	52.0%	69.2%	39.9%	33.7%
归母净利润增长	76.9%	50.5%	62.2%	39.7%	33.6%
获利能力					
毛利率	81.5%	80.7%	78.5%	75.8%	74.2%
净利率	65.5%	64.7%	64.1%	63.7%	63.0%
ROE	11.5%	14.9%	19.0%	20.5%	21.1%
ROIC	9.4%	11.1%	15.6%	17.2%	17.8%
偿债能力					
资产负债率	3.2%	4.5%	5.4%	6.2%	6.6%
净负债比率	3.3%	4.7%	5.7%	6.6%	7.1%
流动比率	37.88	20.45	16.70	14.45	13.54
速动比率	37.33	20.08	16.26	13.99	13.07
营运能力					
总资产周转率	0.17	0.22	0.28	0.30	0.31
应收账款周转率	16.97	14.52	14.60	14.60	14.60
存货周转率	14.63	13.78	12.56	11.19	10.48
每股指标 (元)					
每股收益	2.46	3.71	5.99	8.37	11.18
每股经营现金流	2.40	3.62	5.48	8.08	10.97
每股净资产	21.48	24.93	31.48	40.73	53.04
估值比率					
P/E	63.83	71.13	67.92	48.63	36.41
P/B	7.32	10.58	12.93	9.99	7.67
EV/EBITDA	69.27	83.31	71.63	48.95	35.26

广发机械行业研究小组

- 代川：首席分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 周静：资深分析师，上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：资深分析师，南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱宇航：资深分析师，上海交通大学机械电子工程硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 王振：研究助理，南京大学法学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 范方舟：研究助理，中国人民大学国际商务硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。