

## 无惧疫情扰动，高端产品组合打开成长空间

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2022年半年度报告,实现营业收入4.1亿元,同比下滑12.4%;实现归母净利润2.5亿元,同比下降16.8%,业绩表现符合市场预期。
- **疫情影响行业需求,中低功率系统短期承压。**2022年以来散点式疫情频发扰动,国内制造业及激光切割行业景气度受到压制,叠加公司位于上海,Q2以来订单、生产、发货等各环节均受到较大影响。公司作为国产激光控制系统的绝对龙头,板卡系统市占率仍然稳居第一,但中低功率系统受行业景气度干扰较大,叠加去年同期高基数影响,2022年H1板卡和随动系统合计实现收入2.1亿元,同比下滑33.6%。我们认为,伴随下半年疫情的逐步缓解和复工复产的持续推进,预计后续收入有望回暖。
- **高端产品组合表现亮眼,软硬协同提升竞争力。**高功率方面,公司推出“控制系统+智能硬件”的软硬产品组合,协同效应明显。报告期内,总线系统实现收入7651万元,同比增长16.6%;控股子公司上海波刺(智能切割头)实现收入7029万元,同比增长114.8%,持续贡献爆发增量。高功率激光切割对中低功率属于逐步替代的技术升级,公司产品现已达到国际先进水平并具有性价比优势,可进一步提升下游客户替换原有设备的积极性,有望持续抢占国外品牌的市场份额;“需求提振+国产替代”的双重推力下,公司有望实现市占率的快速提升。
- **定增落地,逐步拓宽成长边际。**公司现已掌握了激光切割控制系统研发所需的CAD、CAM、NC、传感器和硬件设计五大核心底层技术,形成覆盖激光切割全流程的技术链条,并以此为依托,持续布局高精密驱控、智能焊接机器人等方向。2022年4月,公司完成9.8亿元的定增募资,对应募投项目正持续推进,其中智能焊接机器人在离线编程、3D视觉、焊缝跟踪、自动化焊接控制等方面的应用取得积极突破,并与鸿路钢构达成积极合作,共同探索钢结构行业柔性生产方案,打开成长天花板。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年公司归母净利润复合增速达22.7%。伴随下游需求回暖,公司作为国产激光控制系统的绝对龙头有望持续强化领先优势,依托底层核心技术拓展业务边际,逐步打开第二曲线,实现高质量成长。我们充分看好公司未来的成长性,维持“持有”评级。
- **风险提示:** 疫情反复风险;下游需求恢复程度不及预期;研发进度不及预期;行业竞争加剧等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	913.44	1021.39	1368.28	1838.20
增长率	60.02%	11.82%	33.96%	34.34%
归属母公司净利润(百万元)	550.20	578.10	762.33	1016.51
增长率	48.46%	5.07%	31.87%	33.34%
每股收益EPS(元)	3.77	3.96	5.22	6.97
净资产收益率ROE	18.30%	12.98%	4.94%	17.04%
PE	71	67	51	38
PB	12.94	8.73	7.63	6.52

数据来源:Wind,西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师:王湘杰  
执业证号:S1250521120002  
电话:0755-26671517  
邮箱:wxf@swsc.com.cn  
联系人:邓文鑫  
电话:15123996370  
邮箱:dwx@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源:Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	1.46
流通A股(亿股)	1.41
52周内股价区间(元)	194.00-539.20
总市值(亿元)	388.17
总资产(亿元)	41.59
每股净资产(元)	27.55

### 相关研究

1. 柏楚电子(688188):业绩爆发再起预期,成长边际逐步打开 (2021-08-16)

# 1 盈利预测与估值

## 1.1 盈利预测

### 关键假设：

**1) 随动系统/板卡系统：**中低功率的激光切割应用场景广泛，下游客户出于成本考虑仍将大量长期需求，公司在该领域处于较为强势的地位，两项系统保持高市占率，有望充分享受下游需求回暖带来的订单放量；但同时需注意中低功率系统的技术壁垒较低，行业新玩家正不断涌入。预计 2022-2024 年，随动系统的销量增速分别为 -5%、25%、25%，单价受竞争格局影响每年变动 -1%；板卡系统销量增速分别达到 -5%、25%、25%，单价受竞争格局影响每年变动 -1%；两项产品毛利率保持相对稳定。

**2) 总线系统：**高功率激光切割对中低功率属于逐步替代的技术升级，下游需求空间将逐年提高；高功率系统市场原被海外厂商垄断，国产渗透率较低，公司作为国内近乎唯一能对标国际先进技术水平的厂商，产品具有性价比优势，可进一步提升下游客户替换原有设备的积极性，并享受良好的竞争格局，有望持续抢占国外品牌的市场份额。“需求提振+国产替代”的双重推动下，预计 2022-2024 年，总线系统销量增速分别达到 30%、40%、45%；预计中短期内公司在高功率系统领域依然保持技术领先，单价维持 3.6 万元/套；毛利率伴随产品的放量而逐年提升，分别为 77.0%、77.4%、77.8%。

**3) 其他业务：**公司依托五大底层核心技术的掌控，持续丰富产品线，其中下游对于智能切割头产品的国产化替代诉求较为强烈，具备较高成长空间。公司智能切割头已步入放量阶段，订单量表现亮眼，伴随募投产能释放，有望保持高速增长；同时，公司前瞻性布局的智能焊接控制系统领域及超高精度控制系统领域亦有所突破，业务边际大大拓宽，未来有望实现平台化发展，逐步兑现业绩；预计该板块将贡献较高增速，2022-2024 年分别达到 55%、50%、45%；毛利率伴随硬件产品的加入有所下降，分别为 74%、73.5%、73.2%。

4) 业务扩大带来规模效应，费用率逐步下降。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 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		2021A	2022E	2023E	2024E
随动系统	收入	299.96	282.11	349.11	432.03
	增速	36.1%	-6.0%	23.8%	23.8%
	毛利率	86.1%	85.7%	86.1%	86.5%
板卡系统	收入	289.57	272.34	337.02	417.06
	增速	37.7%	-6.0%	23.8%	23.8%
	毛利率	79.8%	80.0%	80.4%	80.9%
总线系统	收入	140.49	182.64	255.69	370.75
	增速	98.8%	30.0%	40.0%	45.0%
	毛利率	74.8%	77.0%	77.4%	77.8%
其他业务	收入	183.42	284.30	426.45	618.35
	增速	164.1%	55.0%	50.0%	45.0%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
	毛利率	75.8%	74.0%	73.5%	73.2%
合计	收入	913.44	1021.39	1368.28	1838.20
	增速	60.0%	11.8%	34.0%	34.3%
	毛利率	80.3%	79.4%	79.1%	79.0%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 10.2 亿元 (+11.8%)、13.7 亿元 (+34.0%) 和 18.4 亿元 (+34.3%)，归母净利润分别为 5.8 亿元 (+5.1%)、7.6 亿元 (+31.9%)、10.2 亿元 (+33.3%)，EPS 分别为 3.96 元、5.22 元、6.97 元，对应动态 PE 分别为 67 倍、51 倍、38 倍。

## 1.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取三家智能制造叠加国产替代概念的可比公司进行估值比较。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
688083.SH	中望软件	207	238.78	2.93	2.46	3.40	4.64	119	97	70	51
688400.SH	凌云光	162	34.85	0.48	0.49	0.68	0.91	-	71	51	38
688777.SH	中控技术	410	82.48	1.17	1.56	2.04	2.65	64	53	40	31
平均值								92	74	54	40
688188.SH	柏楚电子	388	265.99	3.77	3.96	5.22	6.97	71	67	51	38

数据来源：Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2023 年估值为 51 倍，行业平均值为 54 倍，略低于行业平均水平。伴随下游制造业的持续复苏，叠加国产替代趋势强化，公司激光切割控制系统优势有望持续放大，并逐步拓宽业务范围，实现平台化发展。我们充分看好公司未来的成长性，但考虑到短期内下游需求回暖的节奏仍存在不确定性，维持“持有”评级。

## 2 风险提示

疫情反复风险；下游需求恢复程度不及预期；研发进度不及预期；行业竞争加剧等。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	913.44	1021.39	1368.28	1838.20	净利润	548.93	576.76	760.57	1014.16
营业成本	180.01	210.73	285.38	386.01	折旧与摊销	6.88	15.91	15.91	15.91
营业税金及附加	8.47	10.41	13.32	18.31	财务费用	-32.50	-61.28	-82.10	-110.29
销售费用	42.30	45.96	60.20	77.20	资产减值损失	-0.28	-0.59	0.06	0.42
管理费用	60.44	219.60	287.34	380.51	经营营运资本变动	169.20	-240.40	32.52	-198.59
财务费用	-32.50	-61.28	-82.10	-110.29	其他	-193.50	-29.06	-29.97	-30.52
资产减值损失	-0.28	-0.59	0.06	0.42	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>498.73</b>	<b>261.33</b>	<b>696.98</b>	<b>691.09</b>
投资收益	32.92	30.00	30.00	30.00	资本支出	-108.30	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1763.22	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>1654.92</b>	<b>30.00</b>	<b>30.00</b>	<b>30.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>604.51</b>	<b>626.56</b>	<b>834.08</b>	<b>1116.04</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	9.01	8.94	8.94	8.93	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>613.52</b>	<b>635.50</b>	<b>843.01</b>	<b>1124.98</b>	股权融资	75.34	978.40	0.00	0.00
所得税	64.59	58.74	82.45	110.82	支付股利	-129.00	-110.04	-115.62	-152.47
净利润	548.93	576.76	760.57	1014.16	其他	-69.12	56.95	82.10	110.29
少数股东损益	-1.27	-1.34	-1.76	-2.35	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-122.78</b>	<b>925.31</b>	<b>-33.52</b>	<b>-42.17</b>
归属母公司股东净利润	550.20	578.10	762.33	1016.51	<b>现金流量净额</b>	<b>2030.87</b>	<b>1216.64</b>	<b>693.46</b>	<b>678.91</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2516.67	3733.31	4426.77	5105.69	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	58.81	81.99	109.12	136.47	销售收入增长率	60.02%	11.82%	33.96%	34.34%
存货	137.17	120.63	173.22	240.68	营业利润增长率	52.88%	3.65%	33.12%	33.81%
其他流动资产	55.60	286.57	218.93	384.93	净利润增长率	48.51%	5.07%	31.87%	33.34%
长期股权投资	12.73	12.73	12.73	12.73	EBITDA 增长率	45.09%	0.39%	32.12%	33.05%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	182.90	176.91	170.91	164.92	毛利率	80.29%	79.37%	79.14%	79.00%
无形资产和开发支出	109.37	99.57	89.76	79.96	三费率	7.69%	20.00%	19.40%	18.90%
其他非流动资产	75.35	75.24	75.13	75.02	净利率	60.09%	56.47%	55.59%	55.17%
<b>资产总计</b>	<b>3148.60</b>	<b>4586.94</b>	<b>5276.59</b>	<b>6200.39</b>	ROE	18.30%	12.98%	14.94%	17.04%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.43%	12.57%	14.41%	16.36%
应付和预收款项	76.13	110.90	144.70	192.10	ROIC	129.71%	107.56%	120.10%	143.43%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	63.38%	56.90%	56.12%	55.58%
其他负债	73.32	31.77	42.68	57.38	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>149.45</b>	<b>142.68</b>	<b>187.38</b>	<b>249.48</b>	总资产周转率	0.32	0.26	0.28	0.32
股本	100.34	145.93	145.93	145.93	固定资产周转率	73.08	76.10	184.17	1278.52
资本公积	1843.66	2776.46	2776.46	2776.46	应收账款周转率	25.35	23.09	21.32	22.90
留存收益	1045.31	1513.37	2160.08	3024.12	存货周转率	1.98	1.62	1.92	1.85
归属母公司股东权益	2989.31	4435.77	5082.47	5946.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.47%	—	—	—
少数股东权益	9.83	8.50	6.74	4.39	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2999.15</b>	<b>4444.26</b>	<b>5089.21</b>	<b>5950.90</b>	资产负债率	4.75%	3.11%	3.55%	4.02%
负债和股东权益合计	3148.60	4586.94	5276.59	6200.39	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	18.65	29.80	26.44	23.61
					速动比率	17.72	28.95	25.51	22.64
					股利支付率	23.45%	19.03%	15.17%	15.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	3.77	3.96	5.22	6.97
					每股净资产	20.55	30.45	34.87	40.78
					每股经营现金	3.42	1.79	4.78	4.74
					每股股利	0.88	0.75	0.79	1.04
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	578.90	581.19	767.89	1021.66					
PE	70.55	67.15	50.92	38.19					
PB	12.94	8.73	7.63	6.52					
PS	42.50	38.00	28.37	21.12					
EV/EBITDA	41.57	60.18	44.64	32.89					
股息率	0.33%	0.28%	0.30%	0.39%					

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：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 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

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn