

2024年02月25日
柏楚电子(688188.SH)

SDIC

公司快报

证券研究报告

专用计算机设备

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

307.80元

股价(2024-02-23)

266.44元

交易数据

总市值(百万元) 38,989.25

流通市值(百万元) 38,989.25

总股本(百万股) 146.33

流通股本(百万股) 146.33

12个月价格区间 178.56/291.48元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.6	21.2	41.1
绝对收益	10.5	19.2	26.1

郭倩倩

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120004

guoqq@essence.com.cn

陈之馨

联系人

SAC 执业证书编号: S1450122060030

chenzx@essence.com.cn

相关报告

业绩略超预期, 看好焊接业务打开成长天花板	2024-01-30
柏楚+鸿路强强联合, 焊接业务取得积极进展	2023-12-01
业绩略高于此前预告, 看好焊接业务勾勒新增长曲线	2023-10-11
业绩增长亮眼, 高功率+切割头王牌组合持续放量	2023-08-16
激光切割控制系统龙头, 持	2023-08-07

业绩略超预期, 期待焊接业务放量

事件:

公司发布 2023 年业绩快报, 经初步核算, 2023 年公司实现收入 14.07 亿元, 同比+56.61%, 归母净利润 7.24 亿元, 同比+50.94%。单 Q4 实现收入 2.46 亿元, 同比+69.11%, 归母净利润 0.93 亿元, 同比+63.44%。

核心观点:

业绩略超预期, 中低功率出口表现良好, 高功率+切割头产品持续放量。根据公司此前业绩预增公告, 预计 2023 年实现归母净利润 7.2 亿元, 公司业绩略超预期。按产品拆分,

- 1) 中低功率方面, 中低功率产品主要应用于五金、灯具、门具、健身器材等薄板切割领域, 与宏观经济关联度较高。2023 年受益激光设备出口高景气, 公司中低功率业务实现稳健增长。2023H1 公司中低功率(随动+板卡)收入达到 2.69 亿元, 同比+26.55%。目前海外激光渗透率仍较低, 出口高景气有望持续。
- 2) 高功率方面, 高功率产品主要应用于船舶、轨交、航空航天等厚板切割领域, 目前激光设备替代等离子切割等传统厚板切割方式的渗透率仍处于持续提升的阶段。从技术水平来看, 公司产品可直接对标国外竞品, 实现进口替代; 从销售策略上, 公司凭借“软硬件”结合的王牌组合, 通过培养操作工使用习惯, 增强客户粘性, 加速激光设备核心部件国产替代进程。2023H1 高功率(总线)收入达到 1.46 亿元, 同比+91.46%; 切割头收入为 1.53 亿元, 同比+117.73%。高功率激光设备渗透率持续提升+国产替代逻辑下, 公司高功率控制系统+切割头业务有望持续放量。

焊接控制系统空间广阔, 看好焊接业务打开成长天花板。

- 1) 市场空间: 2023 年 8 月, 鸿路钢构发布焊接机器人招标公告, 针对角焊缝免示教焊接机器人招标数量为 1500 套(500 套焊接工作站+1000 套焊接机器人分项招标)。根据产业链调研, 角焊缝占钢构焊接工艺比例约为 15%。由于钢结构非标化特性, 根据产业链调研, 焊接工序上达到 80-85%渗透率即完成了钢构焊接智能化改造, 我们假设远期焊接机器人渗透率为 80%, 则鸿路对钢构焊接机器人总需求有望达到 8000 台。根据中国钢结构协会数据, 2022 年我国钢结构产量 10140 万吨, 根据鸿路钢构公告, 2022 年其钢结构产品产量约 349.54 万吨, 则鸿路钢构市占率不足 5%, 即钢构领域对焊接机器人的远期需求至少 16 万台。按单套焊接控制系统 10 万元计算, 远期钢构焊接控制系统市场规模超 160 亿元。
- 2) 公司进展: 2023 年 11 月公司与鸿路钢构签订战略合作协议, 体现柏楚在焊接控制系统领域已具备较强竞争力, 未来在龙头客户

对公司产品力的认可下，有望对公司后续焊接控制系统放量产生示范效应，我们看好焊接业务新曲线放量。

续突破成长边界

投资建议：

预计公司 2023 年-2025 年的收入分别为 14.07/18.54/24.38 亿元，增速分别为 56.61%、31.77%、31.50%，净利润分别为 7.24/9.99/13.18 亿元，增速分别为 50.94%、37.98%、31.96%，对应 PE 分别为 54X/39X/30X，维持“买入-A”的投资评级，6 个月目标价 307.80 元，对应 2024 年 45X 的动态市盈率。

风险提示：宏观经济下行，制造业景气度低于预期，中低功率领域市场萎缩风险，高功率市场国产化进程不及预期或公司在该领域开拓不及预期，公司新产品研发和拓展进度不及预期，焊接机器人渗透率不及预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	913.4	898.5	1,407.1	1,853.8	2,437.5
净利润	550.2	479.5	723.8	998.5	1,317.6
每股收益(元)	3.76	3.28	4.96	6.84	9.03
每股净资产(元)	20.43	29.23	32.54	37.00	42.90

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	70.9	81.3	53.7	39.0	29.5
市净率(倍)	13.0	9.1	8.2	7.2	6.2
净利润率	60.2%	53.4%	51.4%	53.9%	54.1%
净资产收益率	18.4%	11.2%	15.2%	18.5%	21.0%
股息收益率	0.5%	0.4%	0.6%	0.9%	1.2%
ROIC	118.3%	119.9%	169.7%	152.9%	203.8%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	913.4	898.5	1,407.1	1,853.8	2,437.5	成长性					
减: 营业成本	180.0	188.9	285.8	398.6	551.3	营业收入增长率	60.0%	-1.6%	56.6%	31.7%	31.5%
营业税费	8.5	9.7	14.6	18.8	25.4	营业利润增长率	52.9%	-8.5%	43.6%	39.0%	32.8%
销售费用	42.3	47.2	86.6	92.8	107.6	净利润增长率	48.5%	-12.8%	50.9%	38.0%	32.0%
管理费用	60.4	74.8	101.0	129.8	163.4	EBITDA 增长率	42.4%	-10.8%	65.0%	33.9%	33.3%
研发费用	138.1	143.6	193.7	249.1	313.5	EBIT 增长率	42.6%	-12.1%	68.4%	34.0%	33.4%
财务费用	-32.5	-47.8	-30.0	-80.0	-100.0	NOPLAT 增长率	43.9%	-11.8%	54.1%	34.0%	33.4%
加: 资产/信用减值损失	-1.0	0.2	-1.5	-0.8	-0.7	投资资本增长率	-13.0%	8.9%	48.7%	0.0%	19.2%
公允价值变动收益	-	2.3	-	-	-	净资产增长率	20.2%	43.5%	11.1%	13.8%	16.2%
投资和汇兑收益	32.9	17.0	40.2	60.0	90.0						
营业利润	604.5	553.2	794.2	1,103.9	1,465.6	利润率					
加: 营业外净收支	9.0	-2.2	6.7	4.5	3.0	毛利率	80.3%	79.0%	79.7%	78.5%	77.4%
利润总额	613.5	551.0	800.9	1,108.4	1,468.7	营业利润率	66.2%	61.6%	56.4%	59.5%	60.1%
减: 所得税	64.6	58.9	72.1	99.8	132.2	净利润率	60.2%	53.4%	51.4%	53.9%	54.1%
净利润	550.2	479.5	723.8	998.5	1,317.6	EBITDA/营业收入	57.0%	51.7%	54.5%	55.4%	56.1%
						EBIT/营业收入	56.5%	50.5%	54.3%	55.2%	56.0%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	5	57	69	52	39
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	61	13	24	38	38
货币资金	2,516.7	2,310.5	3,083.3	3,908.9	4,398.3	流动资产周转天数	1,017	1,364	1,094	945	840
交易性金融资产	35.0	1,540.3	1,042.2	872.5	1,151.7	应收帐款周转天数	17	18	20	18	19
应收帐款	42.2	50.1	104.1	85.7	170.0	存货周转天数	35	52	36	43	47
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,135	1,533	1,213	1,035	909
预付帐款	16.6	6.3	20.0	22.1	36.6	投资资本周转天数	159	158	130	118	99
存货	137.2	120.5	162.1	282.3	354.8						
其他流动资产	20.6	11.5	100.1	44.1	51.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	18.4%	11.2%	15.2%	18.5%	21.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	17.4%	10.9%	14.6%	17.7%	20.2%
长期股权投资	12.7	15.1	15.1	15.1	15.1	ROIC	118.3%	119.9%	169.7%	152.9%	203.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	16.4	269.2	268.4	267.5	266.6	销售费用率	4.6%	5.3%	6.2%	5.0%	4.4%
在建工程	166.5	2.7	2.4	2.2	2.0	管理费用率	6.6%	8.3%	7.2%	7.0%	6.7%
无形资产	91.7	113.8	112.5	111.1	109.7	研发费用率	15.1%	16.0%	13.8%	13.4%	12.9%
其他非流动资产	93.0	64.7	66.8	73.2	66.9	财务费用率	-3.6%	-5.3%	-2.1%	-4.3%	-4.1%
资产总额	3,148.6	4,504.8	4,977.0	5,684.6	6,623.5	四费/营业收入	22.8%	24.2%	25.0%	21.1%	19.9%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	53.7	61.8	88.4	127.7	180.8	资产负债率	4.7%	4.4%	3.9%	4.2%	4.5%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	5.0%	4.6%	4.1%	4.4%	4.8%
其他流动负债	94.8	135.4	105.6	111.8	117.8	流动比率	18.65	20.48	23.26	21.78	20.64
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	17.72	19.87	22.42	20.60	19.45
其他非流动负债	1.0	2.9	1.3	1.7	1.9	利息保障倍数	-15.88	-9.49	-25.47	-12.80	-13.66
负债总额	149.4	200.1	195.3	241.1	300.5	分红指标					
少数股东权益	9.8	27.4	32.2	42.1	60.6	DPS(元)	1.31	1.13	1.72	2.38	3.13
股本	100.3	146.0	146.0	146.0	146.0	分红比率	35.0%	34.5%	34.8%	34.7%	34.7%
留存收益	2,889.0	4,131.4	4,603.6	5,255.3	6,116.3	股息收益率	0.5%	0.4%	0.6%	0.9%	1.2%
股东权益	2,999.1	4,304.8	4,781.8	5,443.4	6,322.9						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	548.9	492.1	723.8	998.5	1,317.6
						加: 折旧和摊销	6.9	11.9	2.5	2.5	2.5
						资产减值准备	0.3	0.3	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-2.3	-	-	-
						财务费用	0.3	0.2	-30.0	-80.0	-100.0
						投资收益	-32.9	-17.0	-40.2	-60.0	-90.0
						少数股东损益	-1.3	12.6	5.0	10.1	18.9
						营运资金的变动	113.3	166.7	-204.4	-9.0	-113.2
						经营活动产生现金流量	498.7	619.3	456.7	862.1	1,035.9
						投资活动产生现金流量	1,654.9	-1,589.1	538.3	229.7	-189.2
						融资活动产生现金流量	-122.8	766.1	-222.3	-266.2	-357.4
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	3.76	3.28	4.96	6.84	9.03
						BVPS(元)	20.43	29.23	32.54	37.00	42.90
						PE(X)	70.9	81.3	53.7	39.0	29.5
						PB(X)	13.0	9.1	8.2	7.2	6.2
						P/FCF	63.8	87.7	74.3	38.9	32.4
						P/S	42.7	43.4	27.6	21.0	16.0
						EV/EBITDA	69.2	59.9	45.3	33.2	24.4
						CAGR(%)	22.5%	39.5%	25.4%	22.5%	39.5%
						PEG	3.2	2.1	2.1	1.7	0.7
						ROIC/WACC	11.3	11.4	16.2	14.6	19.4
						REP	8.5	5.9	3.5	3.8	2.4

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034