



## 买入（维持）

所属行业：电气自动化设备  
当前价格(元)：198.73

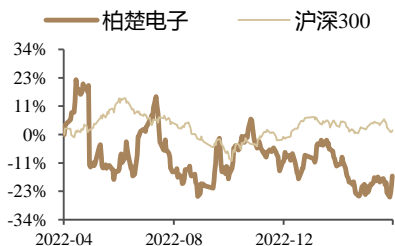
### 证券分析师

俞能飞

资格编号：S0120522120003

邮箱：yunf@tebon.com.cn

### 市场表现



| 沪深300对比 | 1M   | 2M    | 3M    |
|---------|------|-------|-------|
| 绝对涨幅(%) | 4.15 | -5.47 | -9.26 |
| 相对涨幅(%) | 4.74 | -4.10 | -4.64 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

1. 《柏楚电子 (688188.SH)：22Q4 单季度改善明显，新业务助推重回增长轨道》，2023.3.1

2. 《柏楚电子 (688188.SH)：2022H1 业绩阶段性承压，总线系统及智能切割头占收入比例已达36%为后续较快增长奠基》，2022.8.9

# 柏楚电子 (688188.SH)：重回增长轨道，第二增长曲线稳步推进

### 投资要点

- **事件**：柏楚电子发布 2022 年报及 2023 年一季度报，其中 2022 年实现营业收入 8.98 亿元，同比下降 1.64%，实现归母净利润 4.80 亿元，同比下降 12.85%，扣非归母净利润 4.66 亿元，同比下降 14.27%，23 年一季度实现营业收入 2.72 亿元，同比增长 42.39%，实现归母净利润 1.32 亿元，同比增长 28.52%，实现归母扣非净利润 1.22 亿元，同比增长 18.86%；
- **22Q4 初见修复，23Q1 重回增长**。2022 年受外部因素影响，公司营收利润均不同程度下滑，其中 22 年第四季度公司在外部冲击下已实现单季度收入利润同比增长，展现了公司经营韧性，23 年第一季度公司实现营收利润同比大幅度增长，业务经营重回增长轨道。
- **切割系统龙头地位稳固，高功率市占率持续提升**。公司在中低功率领域保持市占率第一，高功率领域保持国产厂商市占率第一，在高功率领域公司通过总线系统+智能切割头组合方案持续获得下游认可，技术指标及使用性能均达到国际领先水平，有望持续提高市场占有率，逐步实现国产替代。
- **切割头实现收入突破，新业务稳步发展**。公司基于激光切割业务纵向拓展布局智能切割头，实现软硬协同，适配高功率、高精度行业趋势，22 年公司其他类产品收入同增 69.13%，实现营收，主要系切割头产品实现突破性增长，同时公司主站卡系列产品也受到客户认可，23 年切割头产品有望随定增项目投建持续放量。横向方面公司拓展智能焊接领域及精密加工领域，在焊接领域有望复制切割系统成长路径，逐步完善解决方案并实现产品的快速拓展，有望成为公司第二增长曲线。
- **投资建议**。新业务将迎增长，公司重回成长轨道，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.79/9.41/12.58 亿元，对应 PE42/31/23 倍，维持“买入”评级；
- **风险提示**：宏观经济增速放缓、行业竞争加剧、新产品拓展不及预期

### 股票数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本(百万股)：     | 145.97        |
| 流通 A 股(百万股)：  | 145.97        |
| 52 周内股价区间(元)： | 178.56-291.57 |
| 总市值(百万元)：     | 29,009.57     |
| 总资产(百万元)：     | 4,638.35      |
| 每股净资产(元)：     | 30.35         |

资料来源：公司公告

### 主要财务数据及预测

|             | 2021A | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 913   | 898    | 1,280 | 1,784 | 2,320 |
| (+/-)YOY(%) | 60.0% | -1.6%  | 42.4% | 39.4% | 30.1% |
| 净利润(百万元)    | 550   | 480    | 679   | 941   | 1,258 |
| (+/-)YOY(%) | 48.5% | -12.8% | 41.6% | 38.6% | 33.6% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 3.77  | 3.28   | 4.65  | 6.45  | 8.62  |
| 毛利率(%)      | 80.3% | 79.0%  | 77.6% | 77.2% | 77.4% |
| 净资产收益率(%)   | 18.4% | 11.2%  | 14.3% | 17.6% | 20.3% |

资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标           | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>每股指标(元)</b>   |        |       |       |       |
| 每股收益             | 3.31   | 4.65  | 6.45  | 8.62  |
| 每股净资产            | 29.30  | 32.45 | 36.64 | 42.51 |
| 每股经营现金流          | 4.24   | 5.11  | 7.34  | 8.35  |
| 每股股利             | 1.13   | 1.71  | 2.05  | 2.73  |
| <b>价值评估(倍)</b>   |        |       |       |       |
| P/E              | 65.58  | 42.72 | 30.82 | 23.07 |
| P/B              | 7.41   | 6.12  | 5.42  | 4.67  |
| P/S              | 32.29  | 22.73 | 16.31 | 12.54 |
| EV/EBITDA        | 58.31  | 34.44 | 24.31 | 17.86 |
| 股息率%             | 0.5%   | 0.9%  | 1.0%  | 1.4%  |
| <b>盈利能力指标(%)</b> |        |       |       |       |
| 毛利率              | 79.0%  | 77.6% | 77.2% | 77.4% |
| 净利润率             | 54.8%  | 52.9% | 52.7% | 54.1% |
| 净资产收益率           | 11.2%  | 14.3% | 17.6% | 20.3% |
| 资产回报率            | 10.6%  | 13.4% | 16.5% | 18.7% |
| 投资回报率            | 10.1%  | 13.0% | 16.2% | 18.7% |
| <b>盈利增长(%)</b>   |        |       |       |       |
| 营业收入增长率          | -1.6%  | 42.4% | 39.4% | 30.1% |
| EBIT 增长率         | -9.8%  | 41.6% | 40.9% | 33.7% |
| 净利润增长率           | -12.8% | 41.6% | 38.6% | 33.6% |
| <b>偿债能力指标</b>    |        |       |       |       |
| 资产负债率            | 4.4%   | 6.2%  | 6.0%  | 7.4%  |
| 流动比率             | 20.5   | 15.1  | 15.9  | 13.0  |
| 速动比率             | 19.8   | 14.4  | 15.6  | 12.5  |
| 现金比率             | 11.7   | 9.3   | 10.9  | 9.2   |
| <b>经营效率指标</b>    |        |       |       |       |
| 应收帐款周转天数         | 14.8   | 15.0  | 15.0  | 15.0  |
| 存货周转天数           | 245.5  | 180.0 | 110.0 | 110.0 |
| 总资产周转率           | 0.2    | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| 固定资产周转率          | 3.3    | 6.0   | 11.7  | 26.5  |

| 现金流量表(百万元) | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 净利润        | 480    | 679   | 941   | 1,258 |
| 少数股东损益     | 13     | -2    | -2    | -3    |
| 非现金支出      | 18     | 77    | 79    | 81    |
| 非经营收益      | -4     | -32   | -53   | -71   |
| 营运资金变动     | 114    | 23    | 106   | -46   |
| 经营活动现金流    | 619    | 746   | 1,072 | 1,220 |
| 资产         | -97    | -18   | -25   | -35   |
| 投资         | -1,511 | 35    | 0     | 0     |
| 其他         | 19     | 48    | 54    | 70    |
| 投资活动现金流    | -1,589 | 65    | 29    | 35    |
| 债权募资       | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 股权募资       | 968    | 0     | 0     | 0     |
| 其他         | -201   | -220  | -330  | -400  |
| 融资活动现金流    | 766    | -220  | -330  | -400  |
| 现金净流量      | -204   | 591   | 771   | 854   |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 27 日  
 资料来源：公司年报 (2022)，德邦研究所

| 利润表(百万元)    | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入       | 898   | 1,280 | 1,784 | 2,320 |
| 营业成本        | 189   | 287   | 407   | 525   |
| 毛利率%        | 79.0% | 77.6% | 77.2% | 77.4% |
| 营业税金及附加     | 10    | 13    | 18    | 23    |
| 营业税金率%      | 1.1%  | 1.0%  | 1.0%  | 1.0%  |
| 营业费用        | 47    | 70    | 89    | 107   |
| 营业费用率%      | 5.3%  | 5.5%  | 5.0%  | 4.6%  |
| 管理费用        | 75    | 102   | 134   | 162   |
| 管理费用率%      | 8.3%  | 8.0%  | 7.5%  | 7.0%  |
| 研发费用        | 144   | 198   | 276   | 348   |
| 研发费用率%      | 16.0% | 15.5% | 15.5% | 15.0% |
| EBIT        | 486   | 688   | 970   | 1,297 |
| 财务费用        | -48   | -24   | -30   | -38   |
| 财务费用率%      | -5.3% | -1.9% | -1.7% | -1.7% |
| 资产减值损失      | 0     | -4    | -4    | -4    |
| 投资收益        | 17    | 38    | 54    | 70    |
| 营业利润        | 553   | 741   | 1,044 | 1,395 |
| 营业外收支       | -2    | 12    | 0     | 0     |
| 利润总额        | 551   | 753   | 1,044 | 1,395 |
| EBITDA      | 504   | 758   | 1,042 | 1,371 |
| 所得税         | 59    | 75    | 104   | 139   |
| 有效所得税率%     | 10.7% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 少数股东损益      | 13    | -2    | -2    | -3    |
| 归属母公司所有者净利润 | 480   | 679   | 941   | 1,258 |

| 资产负债表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金       | 2,311 | 2,902 | 3,673 | 4,527 |
| 应收账款及应收票据  | 41    | 63    | 80    | 107   |
| 存货         | 120   | 163   | 78    | 235   |
| 其它流动资产     | 1,567 | 1,552 | 1,534 | 1,544 |
| 流动资产合计     | 4,039 | 4,678 | 5,365 | 6,413 |
| 长期股权投资     | 15    | 15    | 15    | 15    |
| 固定资产       | 269   | 215   | 152   | 88    |
| 在建工程       | 3     | 19    | 16    | 14    |
| 无形资产       | 114   | 112   | 130   | 158   |
| 非流动资产合计    | 466   | 397   | 348   | 310   |
| 资产总计       | 4,505 | 5,076 | 5,713 | 6,723 |
| 短期借款       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据及应付账款  | 31    | 65    | 30    | 92    |
| 预收账款       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其它流动负债     | 166   | 245   | 308   | 401   |
| 流动负债合计     | 197   | 310   | 338   | 493   |
| 长期借款       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其它长期负债     | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 非流动负债合计    | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 负债总计       | 200   | 313   | 341   | 496   |
| 实收资本       | 146   | 146   | 146   | 146   |
| 普通股股东权益    | 4,277 | 4,737 | 5,348 | 6,205 |
| 少数股东权益     | 27    | 26    | 24    | 21    |
| 负债和所有者权益合计 | 4,505 | 5,076 | 5,713 | 6,723 |

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

俞能飞：德邦证券研究所智能制造组组长，机械设备首席分析师。厦门大学经济学硕士，曾于西部证券、华西证券、国泰君安等从事机械、中小盘研究，擅长挖掘底部、强预期差、高弹性标的研究。作为团队核心成员获得 2016 年水晶球机械行业第一名；2017 年新财富、水晶球等中小市值第一名；2018 年新财富中小市值第三名；2020 年金牛奖机械行业最佳行业分析团队。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

|  | 类别     | 评级   | 说明                             |
|--|--------|------|--------------------------------|
| <b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b><br>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 股票投资评级 | 买入   | 相对强于市场表现 20%以上；                |
|  |        | 增持   | 相对强于市场表现 5%~20%；               |
|  |        | 中性   | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；            |
|  |        | 减持   | 相对弱于市场表现 5%以下。                 |
| <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b><br>A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。            | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；      |
|  |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
|  |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。      |

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。