

柏楚电子 (688188.SH)

新股覆盖研究

| III

国产激光切割系统龙头，高功率进口替代打开成长空间

主要看点

- ◆ **专注激光切割控制系统，中低功率领域龙头：**公司成立于2007年，是国家首批从事光纤激光切割成套控制系统开发的民营企业，主要产品包括随动控制系统、板卡控制系统、总线控制系统及其他相关配套产品。经过十余年的发展，公司成为中低功率激光切割系统领域的龙头供应商。
- ◆ **全球激光器市场规模持续提升，高功率段进口替代空间大：**全球工业激光器市场规模保持较快增长，从2013年的24.87亿美元增加至2017年的43.14亿美元，年复合增长率为14.76%。根据Industry Perspective的预测，到2023年全球工业激光器市场规模可达到77亿美元。我国激光设备销售规模由2011年的117亿元增长至2017年的495亿元，年复合增长率为27.2%，并自2015年起成为全球激光器最大消费市场。公司在我国的中低功率领域市场占有率约为60%，处于绝对龙头地位；同时，在高功率激光器领域，国际厂商占据绝对优势，国产光纤激光切割系统占据的10%左右市场份额，几乎全部由公司占有。公司2019年1-5月高功率业务实现收入1011万元，同比增长83%，呈现进口替代加速态势。
- ◆ **募资加大总线和超快激光切割系统研发投入：**公司本次募集资金将投资于总线激光切割系统智能化升级、超快激光精密微纳加工系统建设等5个项目，项目投资总额为8.35亿元。总线形式控制系统主要应用在高功率领域，未来高功率激光切割总线控制系统的市场规模有望随着需求的释放而大幅增长。根据《激光行业研究报告》，预计到2022年，该市场规模将达到10亿元。本次募投项目主要针对总线激光切割系统进行技术升级并扩建产能，从而将公司最新研发成果产业化，维持市场竞争力，提升公司盈利能力。
- ◆ **估值与投资建议：**根据公司业务特点，选择激光器行业的锐科激光，软件行业信息安全领域的深信服、汽车和消费电子领域的四维图新、医疗领域的麦迪科技为可比公司，如按可比公司2018年静态市盈率均值55.3倍为参考，公司2018年归母净利润为1.39亿元，公司合理市值为77亿元。如按可比公司2018年静态市销率均值12.0倍为参考，公司2018年营业收入为2.45亿元，公司合理市值为29亿元。利用可比公司2018年静态市盈率和市销率方法得到的合理估值区间范围较大，考虑到公司在中低功率激光切割系统的绝对领导地位，以及公司今年上半年业绩高速增长，我们认为给予公司估值上限77亿元较为合理，并适当提升估值下限至55亿元，即公司上市后合理市值区间为55-77亿元，如按发行后总股份1亿股测算，建议询价区间为55-77元。
- ◆ **风险提示：**公司积极开拓高功率激光切割市场，目前该市场仍被进口品牌垄断，若无法研发出有竞争力的产品，将面临一定的市场开拓风险；公司激光控制系统对高端芯片存在一定依赖性，贸易摩擦可能导致芯片的供应链风险；中低功率激光器产业链竞争加剧，下游降本压力传导导致毛利率下降风险等。

交易数据

总市值 (百万元)	
流通市值 (百万元)	
总股本 (百万股)	75.00
流通股本 (百万股)	
建议询价区间 55-77 元	

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
-----	----	----	-----

分析师

范益民
 SAC 执业证书编号: S0910518060001
 fanyimin@huajinsec.cn
 021-20377169

相关报告

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2016A	2017A	2018A
主营收入(百万元)	122.2	210.4	245.3
同比增长(%)	%	72.2%	16.6%
营业利润(百万元)	74.8	151.2	151.3
同比增长(%)	%	102.1%	0.1%
净利润(百万元)	75.2	131.1	139.3
同比增长(%)	%	74.3%	6.3%
每股收益(元)			1.86

数据来源: 贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、	专注激光切割控制系统，中低功率领域龙头.....	4
二、	我国激光器市场规模快速提升，高功率进口替代空间大.....	5
	(一) 全球激光器市场规模持续增长.....	5
	(二) 国产设备在中低功率领域占主导，公司稳居龙头地位.....	6
	(三) 激光切割设备市场仍处成长期.....	8
	(四) 募资加大总线 and 超快激光切割系统技术研发.....	9
三、	估值与投资建议.....	9
四、	风险提示.....	10

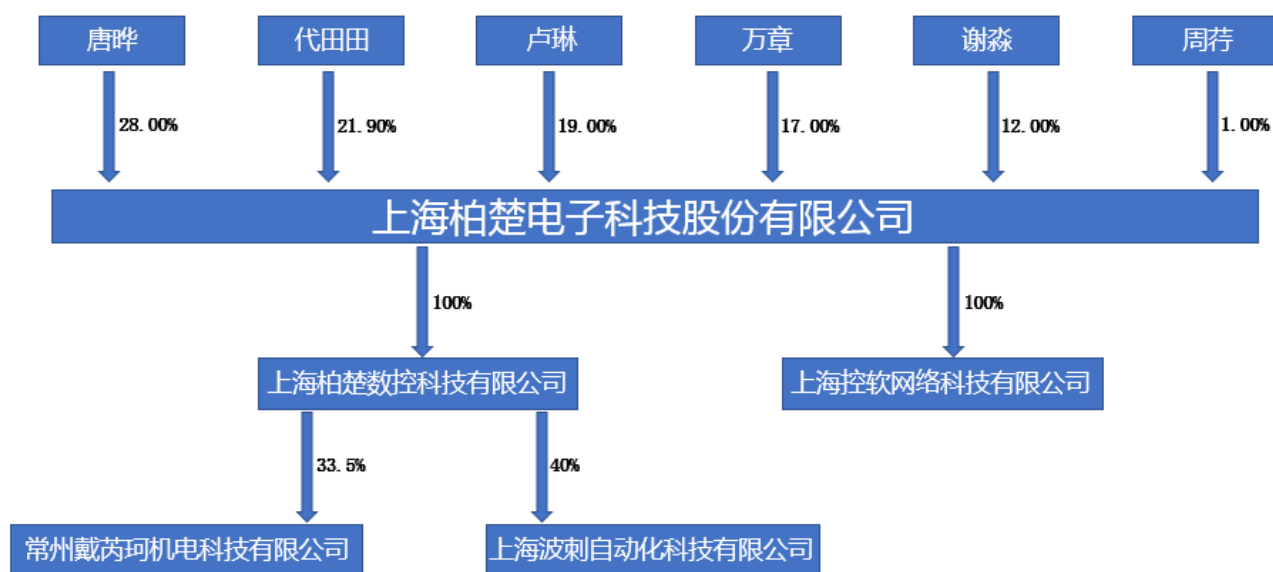
图表目录

图 1:	公司上市前股权结构.....	4
图 2:	公司 2016-2018 年营业收入与归母净利润 (万元).....	4
图 3:	公司 2016-2018 年收入结构 (万元).....	4
图 4:	2013-2017 年全球激光器行业收入.....	5
图 5:	2017 年全球激光器用途分类情况.....	5
图 6:	2013-2017 年全球工业激光器市场规模与增速.....	5
图 7:	全球大功率激光加工应用领域 (单位: 亿美元).....	6
图 8:	全球大功率工业激光器市场规模 (单位: 亿美元).....	6
图 9:	中国激光设备市场销售收入及预测 (单位: 亿元).....	6
图 10:	中国工业激光器市场规模占比变化情况.....	6
图 11:	2013-2017 低功率光纤激光器中国销售数量.....	7
图 12:	2013-2017 中功率光纤激光器中国销售数量.....	7
图 13:	2013-2017 高功率光纤激光器中国销售数量.....	8
图 14:	2018-2023 年全球工业激光器市场规模预测 (亿美元).....	8
图 15:	图 15: 2018-2023 年国内工业激光器市场规模预测 (亿元).....	8
图 16:	2013-2017 年中国激光切割设备市场规模 (亿元).....	9
图 17:	2018-2023 年中国激光切割设备市场规模预测 (亿元).....	9
表 1:	2016-2018 年我国中低功率光切割运动控制系统市占率情况.....	7
表 2:	中低功率激光切割运动控制系统市场容量预测.....	7
表 3:	公司募集资金投向 (万元).....	9
表 4:	可比公司市值、股价与估值 (2019 年 7 月 23 日).....	9

一、专注激光切割控制系统，中低功率领域龙头

公司成立于 2007 年，是我国首批从事光纤激光切割成套控制系统开发的民营企业，主要产品包括随动控制系统、板卡控制系统、总线控制系统及其他相关配套产品。经过十余年的发展，公司成为中低功率激光切割系统领域的龙头供应商。董事长唐晔、技术总监代田田、总经理卢琳、监事会主席万章、监事谢森发行前持股比例分别为 28%、21.9%、19%、17%、12%，合计持股 98%，股权较为集中。公司旗下有两家全资子公司，分别为上海柏楚数控、上海控软网络，公司通过全资子公司上海柏楚数控间接参股常州戴芮珂和上海波刺，参股比例分别为 33.5%、40%。

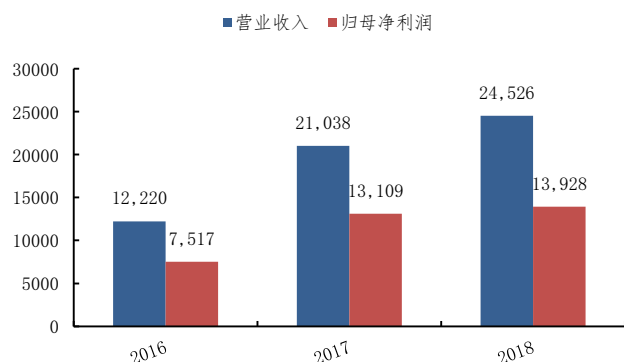
图 1：公司上市前股权结构



资料来源：招股书，华金证券研究所

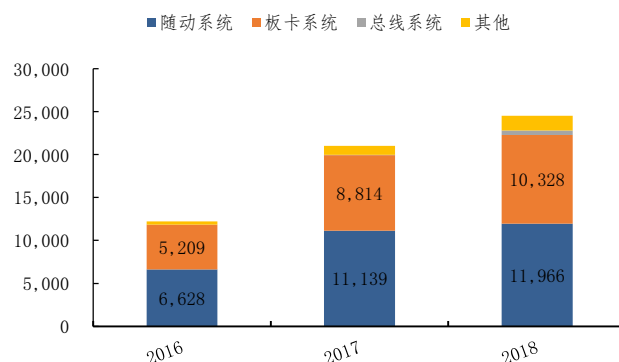
公司 2016-2018 年分别实现营业收入 1.22/2.10/2.45 亿元，归母净利润 0.75/1.31/1.39 亿元。公司的主要收入来自随动控制系统和板卡控制系统，二者合计贡献营收 90% 以上。另外，公司 2018 年总线控制系统收入增长迅速，实现了 531 万元，同比增长 12.8 倍。

图 2：公司 2016-2018 年营业收入与归母净利润（万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司 2016-2018 年收入结构（万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

公司预计 2019 年上半年营业收入约为 1.71 亿元，同比增长 33.66%，主要源于宏观经济相对好转、下游激光设备生产商对控制系统的采购恢复较好的增速，同时公司总线控制系统等新增

业务发展情况较好；预计 2019 年上半年净利润约为 1.13 亿元，扣非归母净利润约为 1.11 亿元，同比增长 52.97%。

二、我国激光器市场规模快速提升，高功率进口替代空间大

（一）全球激光器市场规模持续增长

全球激光器行业呈现持续增长态势，从 2013 年的 89.7 亿美元增加至 2017 年的 124.3 亿美元，年复合增长率达 8.50%。激光器的用途十分广泛，可应用于材料加工、通讯、研发等领域。2017 年激光材料加工和光刻领域成为全球激光器应用市场销售额占比最大的部分，约为 51.71 亿美元，占比 41.6%。

图 4：2013-2017 年全球激光器行业收入

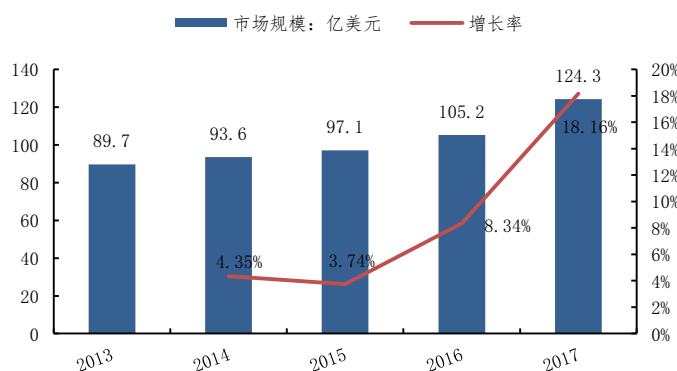
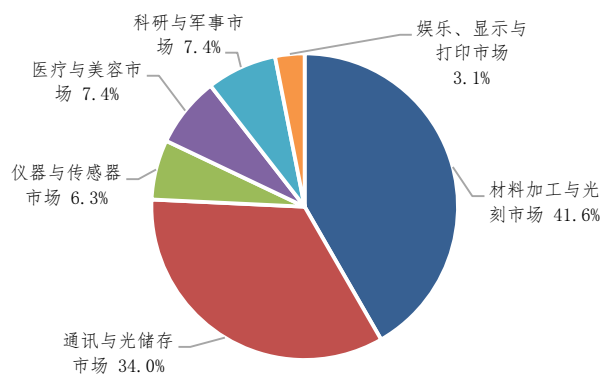


图 5：2017 年全球激光器用途分类情况

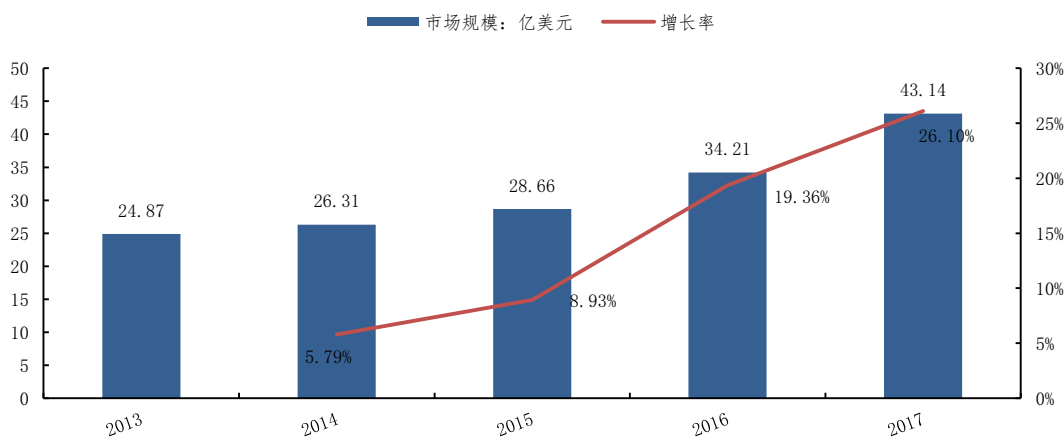


资料来源：Laser Markets Research/Strategies Unlimited，华金证券研究所

资料来源：2018 中国激光产业发展报告，华金证券研究所

欧洲、美国与我国是最主要的工业激光应用市场；工业激光器在电子器件、机械制造、金属冶炼、轻工业等领域已被广泛应用。全球工业激光器市场规模保持较快增长，从 2013 年的 24.87 亿美元，增加至 2017 年的 43.14 亿美元，年复合增长率为 14.76%。

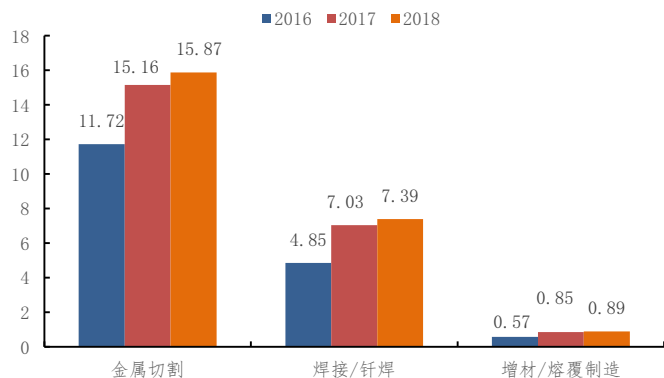
图 6：2013-2017 年全球工业激光器市场规模与增速



资料来源：Laser Markets Research/Strategies Unlimited，华金证券研究所

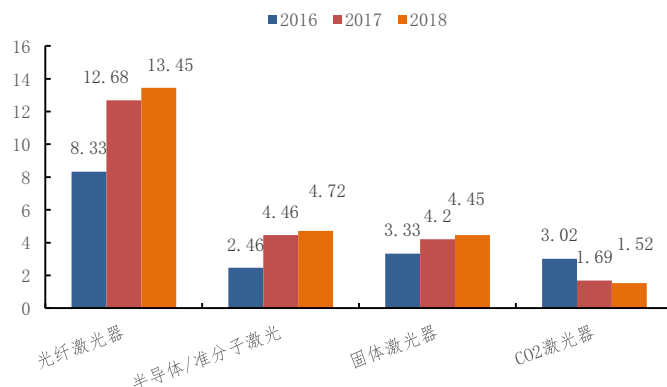
高功率激光加工应用增长迅速，金属切割是最活跃的领域。从激光器种类看，固体激光器平稳增长，光纤激光器增速最快，其在高功率领域取代CO2激光器的趋势已确立，光纤激光器已成为金属切割、焊接和标记等传统工业制造领域的主流光源。

图 7：全球大功率激光加工应用领域（单位：亿美元）



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

图 8：全球大功率工业激光器市场规模（单位：亿美元）

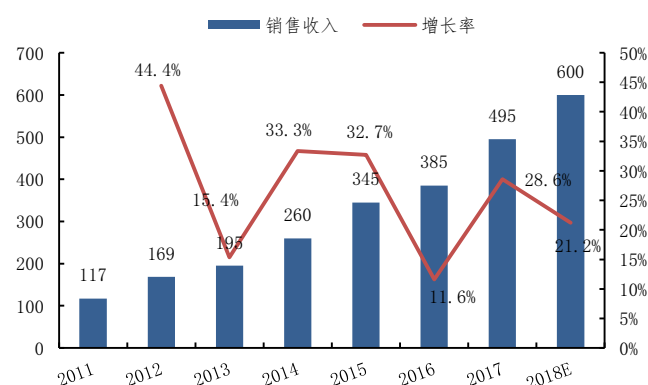


资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

（二） 国产设备在中低功率领域占主导，公司稳居龙头地位

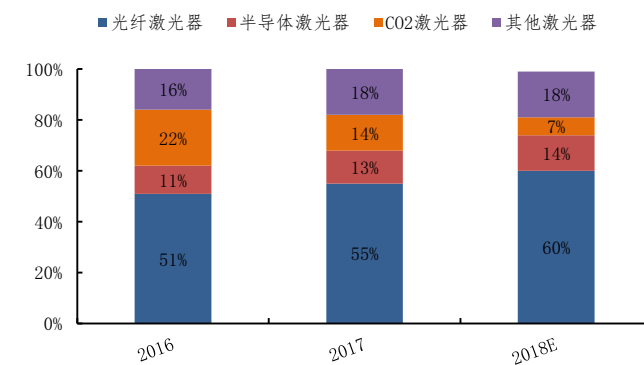
我国激光设备 2011-2017 年销售收入从 117 亿元增长至 495 亿元，年复合增长率为 27.2%，并自 2015 年起成为全球激光器最大消费市场。其中光纤激光器因其高效、节能等特性，市场地位不断得到巩固。

图 9：中国激光设备市场销售收入及预测（单位：亿元）



资料来源：2018 中国激光产业发展报告，华金证券研究所

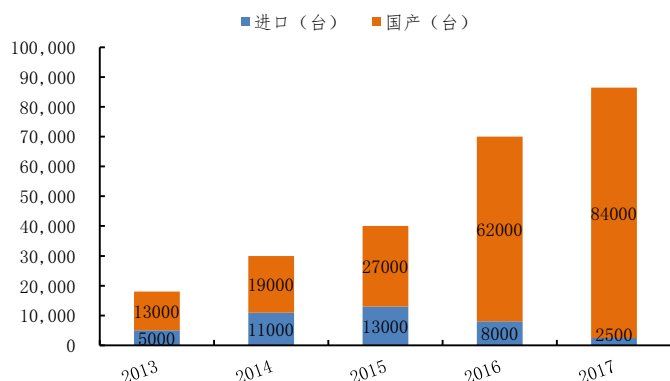
图 10：中国工业激光器市场规模占比变化情况



资料来源：2018 中国激光产业发展报告，华金证券研究所

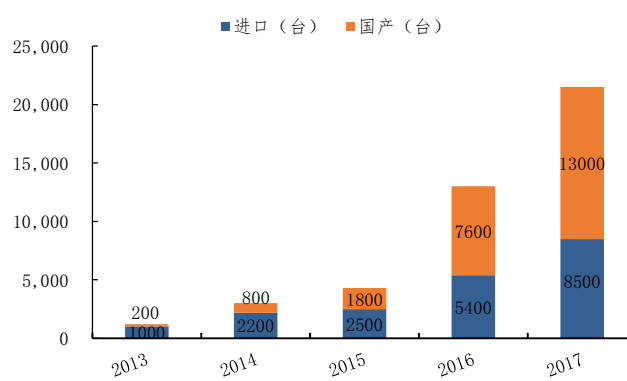
中低功率激光器市场国产设备占据主导。以光纤激光器为例，2017 年国产低功率光纤激光器市场占有率超过 95%，中功率光纤激光器市场占有率也超过 60%。

图 11: 2013-2017 低功率光纤激光器中国销售数量



资料来源: OFweek 产业研究院, 华金证券研究所

图 12: 2013-2017 中功率光纤激光器中国销售数量



资料来源: OFweek 产业研究院, 华金证券研究所

我国中低功率激光切割领域前三家企业为柏楚电子、维宏股份、奥森迪科, 整体市场占有率约为 90%。其中柏楚电子在中低功率领域的相关技术水平已达到国际领先, 市场占有率约为 60%。

表 1: 2016-2018 年我国中低功率激光切割运动控制系统市占率情况

项目	2016	2017	2018
中低功率激光切割运动控制系统总销量 (套)	14100.0	22500.0	28000.0
公司中低功率激光切割运动控制系统销量 (套)	8544.0	14309.5	15577.5
公司中低功率激光切割运动控制系统市场占有率	60.59%	63.60%	55.63%

资料来源: 招股书, 华金证券研究所

根据《激光行业研究报告》, 中低功率激光切割设备配套运动控制系统未来的需求量呈现上升趋势、单价呈现小幅下降趋势, 总体市场空间保持增长。

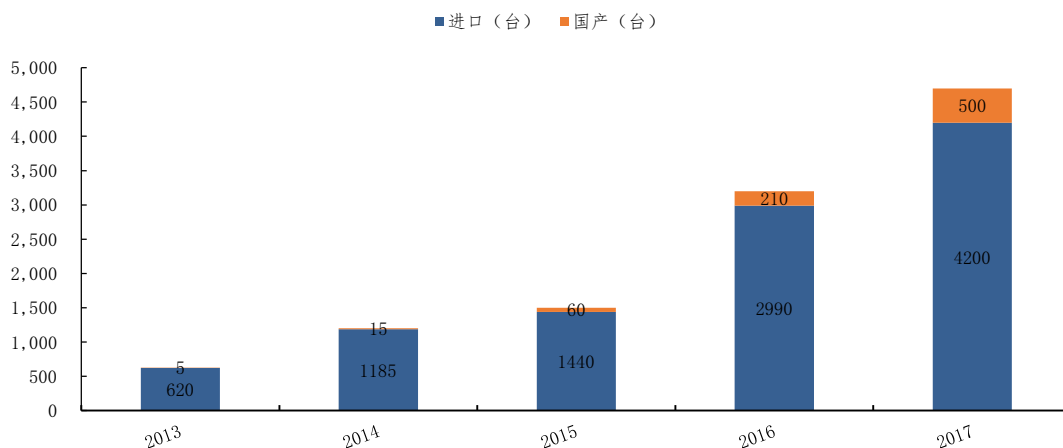
表 2: 中低功率激光切割运动控制系统市场容量预测

年份	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
数量 (万套)	2.25	2.79	3.29	3.69	3.98	4.22
单价 (万元)	1.51	1.46	1.42	1.35	1.28	1.22
市场规模 (亿元)	3.40	4.09	4.67	4.98	5.10	5.14

资料来源: 《激光行业研究报告》, 华金证券研究所

在高功率激光器领域, 国际厂商占据绝对优势, 国产高功率激光切割控制系统仅占 10% 的市场份额, 并几乎全部由公司所占据, 公司在高功率激光切割控制系统已成为最大国产品牌。2016-2018 年, 公司高功率业务实现收入分别为 560/1110/1366 万元, 2019 年 1-5 月实现高功率业务收入 1011 万元, 同比增长 83.35%。

图 13: 2013-2017 高功率光纤激光器中国销售数量

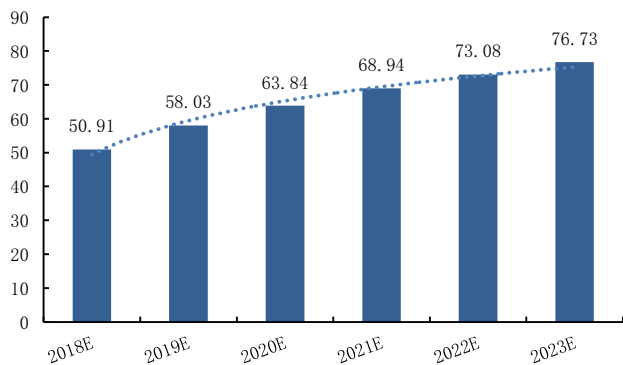


资料来源: OFweek 产业研究院, 华金证券研究所

(三) 激光切割设备市场仍处成长期

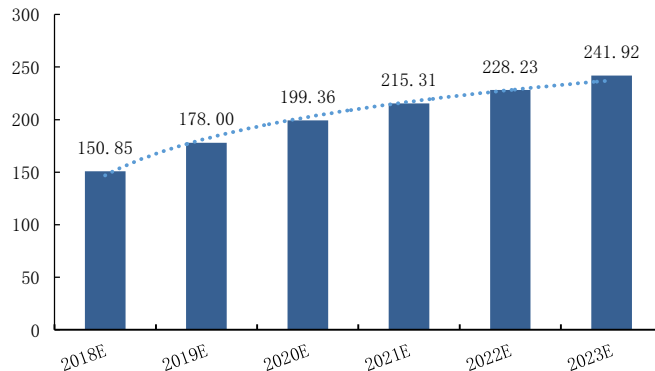
随着激光设备在新兴市场应用的进一步扩大,工业激光器的规模将持续增长。根据 Industry Perspective 的预测,预计 2018-2023 年全球工业激光器的年均复合增长率为 8.5%,2023 年全球工业激光器市场规模可达 77 亿美元,我国工业激光器总体市场规模将达到 242 亿元。

图 14: 2018-2023 年全球工业激光器市场规模预测 (亿美元)



资料来源: Industry Perspective, 华金证券研究所

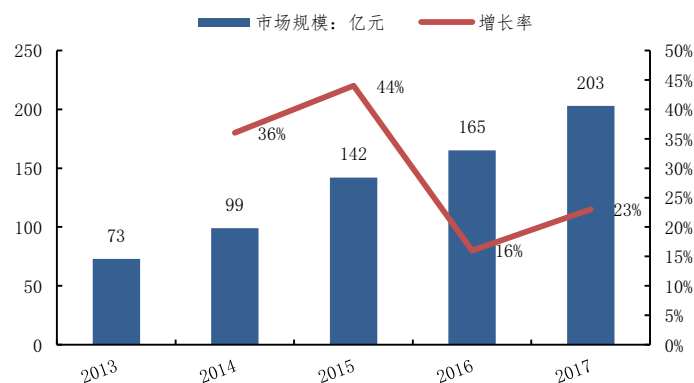
图 15: 2018-2023 年国内工业激光器市场规模预测 (亿元)



资料来源: Industry Perspective, 华金证券研究所

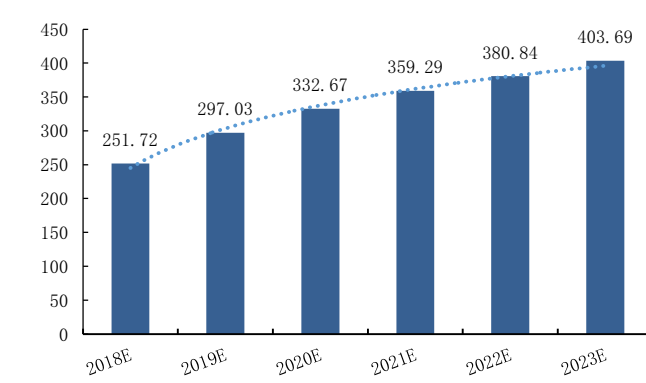
2017 年我国激光设备市场销售总规模超过 442 亿元,其中激光切割设备销售规模为 203 亿元,所占比重 46%。根据 Industry Perspective 的预测,预计到 2023 年,中国激光切割设备总体市场规模将到达 404 亿元。公司利用自身在中低功率领域的技术优势积极推进高功率领域的技术积累,同时利用中低功率市场良好口碑进行高功率产品的宣传,公司有望在这一领域实现较快发展。

图 16: 2013-2017 年中国激光切割设备市场规模 (亿元)



资料来源: OFweek 产业研究院, 华金证券研究所

图 17: 2018-2023 年中国激光切割设备市场规模预测 (亿元)



资料来源: Industry Perspective, 华金证券研究所

(四) 募资加大总线和超快激光切割系统技术研发

公司本次募集资金将投资于总线激光切割系统智能化升级、超快激光精密微纳加工系统建设等 5 个项目, 项目投资总额为 8.35 亿元。总线形式控制系统主要应用在高功率领域, 未来高功率激光切割总线控制系统的市场规模有望随着需求的释放而大幅增长。根据《激光行业研究报告》, 预计到 2022 年, 该市场规模将达到 10 亿元。本次募投项目旨在对总线激光切割系统进行技术升级并扩建产能, 从而将公司最新研发成果产业化, 维持市场竞争力, 提升公司盈利能力。

表 3: 公司募集资金投向 (万元)

项目名称	项目投资总额	拟使用募投资金额
总线激光切割系统智能化升级项目	31,402.0	31,402.0
超快激光精密微纳加工系统建设项目	20,314.0	20,314.0
设备健康云及 MES 系统数据平台建设项目	19,689.7	19,689.7
研发中心建设项目	8,262.0	8,262.0
市场营销网络强化项目	3,869.0	3,869.0
合计	83,536.7	83,536.7

资料来源: 招股书, 华金证券研究所

三、估值与投资建议

根据公司业务特点, 选择激光器行业的锐科激光, 软件行业信息安全领域的深信服、汽车和消费电子领域的四维图新、医疗领域的麦迪科技为可比公司, 估值情况如下:

表 4: 可比公司市值、股价与估值 (2019 年 7 月 23 日)

代码	公司	总市值 (亿元)	PE(2018)	PS(2018)	PB(2018)
300454.SZ	深信服	383.1	63.5	11.9	11.4
002405.SZ	四维图新	275.5	57.5	12.9	3.8
603990.SH	麦迪科技	34.5	62.3	12.2	7.7
300747.SZ	锐科激光	163.2	37.7	11.2	7.6
	可比公司均值		55.3	12.0	7.6
	可比公司中位数		59.9	12.0	7.6

资料来源: Wind, 华金证券研究所

如按可比公司 2018 年静态市盈率均值 55.3 倍为参考, 公司 2018 年归母净利润为 1.39 亿元, 公司合理市值为 77 亿元。

如按可比公司 2018 年静态市销率均值 12.0 倍为参考, 公司 2018 年营业收入为 2.45 亿元, 公司合理市值为 29 亿元。

利用可比公司 2018 年静态市盈率和市销率方法得到的合理估值区间范围较大; 考虑到公司在中低功率激光切割系统的绝对领导地位, 以及公司今年上半年业绩高增长(公司预计上半年净利润同比增长 53%, 其中 1-5 月高功率系统业务收入同比增长 83%), 我们认为给予公司估值上限 77 亿元较为合理, 并适当提升估值下限至 55 亿元, 公司上市后合理市值区间为 55-77 亿元, 如按发行后总股份 1 亿股测算, 建议询价区间为 55-77 元。

四、风险提示

公司积极开拓高功率激光切割市场, 目前该市场仍被进口品牌垄断, 若无法研发出有竞争力的产品, 将面临一定的市场开拓风险。

公司激光控制系统对高端芯片存在一定依赖性, 贸易摩擦可能导致芯片的供应链风险。

中低功率激光器产业链竞争加剧, 下游降成本压力传导导致毛利率下降风险。

所得税和增值税的税收优惠政策对公司的发展起到了一定的促进作用, 未来存在税收优惠政策变更的风险。

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%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%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%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%；

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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

范益民声明，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。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（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。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn