

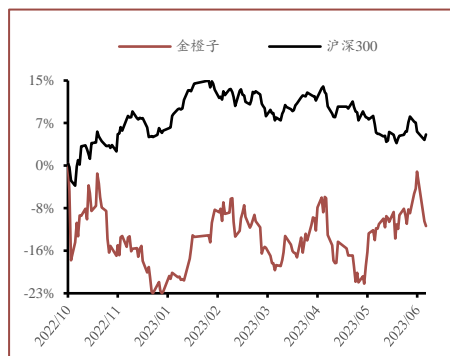
振镜控制系统龙头企业，新品布局打开成长空间

■ 证券研究报告

投资评级:增持(维持)
基本数据
2023-06-27

收盘价(元)	29.98
流通股本(亿股)	0.24
每股净资产(元)	8.97
总股本(亿股)	1.03

最近 12 月市场表现


分析师 余炜超

 SAC 证书编号: S0160522080002
 shewc@ctsec.com

分析师 杨烨

 SAC 证书编号: S0160522050001
 yangye01@ctsec.com

联系人 赵璐

zhaolu@ctsec.com

相关报告
核心观点

- ❖ **深耕激光先进制造领域近 20 载，振镜控制系统崭露头角：**公司是国内领先的激光加工控制系统之一，深耕于激光先进制造领域自动化及智能化发展近 20 年。目前，公司产品主要为激光加工设备的振镜控制系统，而公司布局的振镜控制系统集成硬件、激光精密加工设备，以及伺服控制系统，有望在未来进一步打开成长空间。
- ❖ **振镜控制系统市占率领先，高端领域应用渗透率有望不断提升：**振镜控制系统是激光设备的重要组成部分。经过近年来的快速发展，国内品牌在中低端控制系统领域已经基本实现国产化；在高端应用领域，目前主要由德国 Scaps、德国 Scanlab 等国际厂商主导，根据控制系统供应商出货数量及高端应用情况测算，2020 年我国振镜控制系统的国产化率约 15%。根据招股书，2020 年公司在激光振镜加工控制领域市占率约为 32.29%，处于行业领先地位。未来随着国内激光控制供应商的崛起，公司有望在高端领域率先对国外企业品牌进行有效替代。
- ❖ **布局硬件及伺服控制系统技术路径，打开新成长空间：**激光系统集成硬件为公司根据客户需求提供集成化解决方案，向客户配套提供经过联调联试后的配套硬件。根据招股书，目前公司自主研发振镜，其余硬件视需求采购后测试使用，预计未来销售振镜及振镜控制系统配比有望逐渐提升，为公司带来新的增长空间。此外，激光加工控制系统可以划分为振镜控制系统、伺服控制系统两大主流技术路线。相比于适合高速微加工的振镜控制，伺服控制系统主要适用于大幅面切割领域。目前公司激光加工控制系统主要以振镜控制系统为主，但同时也研发推出了激光伺服控制系统。虽然当前销售占比较低，但为未来发展空间提供了更多可能性。根据招股书，柏楚电子、维宏股份在中低功率市场的市场份额分别约 60%、20%，剩余份额中约 10%为国外供应商占有，市场集中程度较高。而在高功率激光切割领域，目前国产化率仅 10%左右，因此未来国产厂商仍有较大发展空间。
- ❖ **激光精密加工设备具备与国际厂商竞争实力，高端应用领域进一步打开：**公司激光精密加工设备主要包括激光调阻设备及其他定制化设备。根据招股书，行业内从事激光调阻设备的企业主要包括杰普特、美国 ESI、日本欧姆龙、中国台湾雷科等。2022 年，公司激光调阻设备取得营收 0.2 亿元，占销售收入比重 10.22%，同比增长 36.3%。目前，公司产品已具备与国际厂商竞争的實力，产品配套航天研究所等多家行业高端应用单位，随着公司资本及技术实力和品牌度的提升，未来有望进一步提升与进口设备的竞争力。
- ❖ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 0.68/0.9/1.21 亿元。对应 PE 分别为 45.57/34.16/25.45 倍，给予“增持”评级。

❖ **风险提示：**市场竞争加剧风险、下游需求不及预期风险、技术推进不及预期风险

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	203	198	260	341	434
收入增长率(%)	50.09	-2.41	31.51	31.10	27.14
归母净利润(百万元)	53	39	68	90	121
净利润增长率(%)	31.28	-25.95	72.82	33.43	34.19
EPS(元/股)	0.69	0.48	0.66	0.88	1.18
PE	0.00	54.50	45.57	34.16	25.45
ROE(%)	20.58	4.30	7.06	8.61	10.36
PB	0.00	2.95	3.22	2.94	2.64

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	202.81	197.92	260.28	341.24	433.84	成长性					
减:营业成本	80.94	78.25	105.80	145.62	188.57	营业收入增长率	50.1%	-2.4%	31.5%	31.1%	27.1%
营业税费	1.87	1.81	2.48	3.19	4.07	营业利润增长率	32.1%	-33.3%	73.2%	33.4%	34.2%
销售费用	17.25	18.99	23.43	29.01	34.71	净利润增长率	31.3%	-26.0%	72.8%	33.4%	34.2%
管理费用	21.21	25.38	31.23	39.24	47.72	EBITDA 增长率	35.3%	-31.3%	48.5%	34.6%	36.6%
研发费用	27.60	42.27	46.85	54.60	60.74	EBIT 增长率	31.8%	-37.8%	63.1%	36.8%	38.9%
财务费用	-1.65	-3.18	-10.06	-11.37	-11.40	NOPLAT 增长率	31.9%	-31.3%	63.0%	36.8%	38.9%
资产减值损失	-0.99	-1.26	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	34.5%	248.3%	5.1%	9.3%	11.5%
加:公允价值变动收益	0.00	0.45	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	32.0%	253.0%	5.1%	9.4%	11.5%
投资和汇兑收益	-0.41	-0.22	-0.37	-0.48	-0.60	利润率					
营业利润	60.04	40.04	69.35	92.49	124.11	毛利率	60.1%	60.5%	59.4%	57.3%	56.5%
加:营业外净收支	-0.09	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润率	29.6%	20.2%	26.6%	27.1%	28.6%
利润总额	59.95	40.04	69.35	92.49	124.11	净利率	25.9%	19.6%	25.8%	26.3%	27.7%
减:所得税	7.32	1.19	2.08	2.77	3.72	EBITDA/营业收入	31.3%	22.0%	24.9%	25.5%	27.4%
净利润	52.78	39.08	67.54	90.12	120.93	EBIT/营业收入	29.0%	18.5%	22.9%	23.9%	26.1%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	129.77	517.42	583.02	584.13	728.59	固定资产周转天数	37	35	25	18	13
交易性金融资产	0.00	230.45	230.45	230.45	230.45	流动营业资本周转天数	105	583	415	410	302
应收账款	26.06	37.50	26.56	62.43	52.95	流动资产周转天数	401	1606	1300	1101	984
应收票据	9.63	8.07	11.64	15.35	19.22	应收帐款周转天数	33	58	44	47	48
预付帐款	6.64	6.87	9.45	12.76	16.64	存货周转天数	128	215	173	179	183
存货	37.16	56.36	45.19	99.95	91.92	总资产周转天数	459	1138	1359	1122	983
其他流动资产	1.57	4.26	4.26	4.26	4.26	投资资本周转天数	473	1687	1348	1124	986
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	20.6%	4.3%	7.1%	8.6%	10.4%
长期股权投资	2.14	1.91	2.09	2.04	2.03	ROA	17.7%	4.1%	6.7%	8.1%	9.6%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	19.7%	3.9%	6.0%	7.5%	9.4%
固定资产	20.72	19.13	17.93	16.58	14.93	费用率					
在建工程	0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	销售费用率	8.5%	9.6%	9.0%	8.5%	8.0%
无形资产	3.87	3.14	3.95	4.70	5.23	管理费用率	10.5%	12.8%	12.0%	11.5%	11.0%
其他非流动资产	3.72	0.50	0.50	0.50	0.50	财务费用率	-0.8%	-1.6%	-3.9%	-3.3%	-2.6%
资产总额	297.79	953.82	1011.39	1115.21	1254.83	三费/营业收入	18.2%	20.8%	17.1%	16.7%	16.4%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	5.36	3.96	7.44	8.32	12.39	资产负债率	13.4%	4.6%	5.4%	6.2%	7.0%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	权益权益比	15.5%	4.8%	5.7%	6.6%	7.5%
其他流动负债	3.59	2.52	2.52	2.52	2.52	流动比率	6.40	23.49	19.35	16.60	14.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	5.10	21.67	18.12	14.72	13.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	428.95	201.64	208.56	285.25	396.16
负债总额	39.97	43.71	54.55	68.65	87.89	分红指标					
少数股东权益	1.34	1.11	0.84	0.44	-0.10	DPS(元)	0.00	0.20	0.00	0.00	0.00
股本	77.00	102.67	102.67	102.67	102.67	分红比率					
留存收益	119.86	158.79	205.80	295.91	416.84	股息收益率		0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	257.82	910.10	956.84	1046.56	1166.95	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.69	0.48	0.66	0.88	1.18
净利润	52.78	39.08	67.54	90.12	120.93	BVPS(元)	3.33	8.85	9.31	10.19	11.37
加:折旧和摊销	4.68	7.05	5.13	5.61	5.79	PE(X)	0.0	54.5	45.6	34.2	25.5
资产减值准备	2.19	2.17	0.00	0.00	0.00	PB(X)	0.0	3.0	3.2	2.9	2.6
公允价值变动损失	0.00	-0.45	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	0.27	0.18	0.29	0.29	0.29	P/S	0.0	13.6	11.8	9.0	7.1
投资收益	0.41	0.22	0.37	0.48	0.60	EV/EBITDA	-2.0	49.8	38.6	28.7	19.8
少数股东损益	-0.15	-0.23	-0.27	-0.40	-0.55	CAGR(%)					
营运资金的变动	-28.74	-26.18	20.32	-87.58	24.36	PEG	0.0	—	0.6	1.0	0.7
经营活动产生现金流量	30.13	18.13	93.32	8.44	151.33	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-7.70	-233.64	-6.90	-7.04	-6.58	REP					
融资活动产生现金流量	-4.97	602.82	-20.82	-0.29	-0.29						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露**● 分析师承诺**

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。