

锐科激光(300747)

报告日期: 2023年07月22日

国产光纤激光器龙头，盈利修复+高端拓展双驱动

——锐科激光深度报告

投资要点

□ 国产光纤激光器龙头，近五年营收复合增速 27%

公司产品主要包括连续光纤激光器、脉冲光纤激光器及超快激光器，2022年营收占比分别为 76%、13%、2%，毛利占比分别为 52%、16%、5%，下游应用不断从以打标、切割和手持焊为代表的传统通用领域，向新能源、半导体、航空航天等高端制造领域拓展。公司作为国产光纤激光器龙头，国内市场份额从 2018 年的 17% 提升至 2022 年的 26.8%，在行业进入快速整合期的背景下充分受益。

□ 激光器处于通用制造领域，受宏观环境变化影响，竞争格局三足鼎立

1) 根据中科院武汉文献情报中心数据，我国光纤激光器市场从 2018 年的 77.4 亿元增长至 2021 年的 124.8 亿元，CAGR=17%，2022 年受宏观环境影响市场下滑至 122.6 亿元，随经济复苏及新赛道的拓展，预计 2023 年市场将恢复正增长，达到 135.5 亿元，同比增长 11%。

2) 激光器位于产业链中游，向上游核心部件垂直整合、降本核心竞争力。

3) 国内光纤激光器市场竞争格局三足鼎立，2021 年 IPG、锐科、创鑫三家市场份额达 74%，价格战背景下中小厂商不断退出，行业集中度有望进一步提升。

□ 公司短期受益下游需求复苏、盈利修复，长期看高功率、高端领域拓展

1) 根据国家统计局数据，6 月装备制造业 PMI 为 50.9%，相比 5 月提升 0.5pct，高于临界点，经济复苏下装备制造业延续扩张态势，激光器行业有望持续受益。

2) 2023Q1 公司营收、归母净利增速同比转正，分别达到 12%、111%，盈利水平持续回升，毛利率 23.77%，同比提升 2.58pct，环比提升 1.60pct。我们判断行业竞争趋缓，价格战有望逐步过去。

3) 根据中国激光产业发展报告，2021 年 6kw 以下的中低功率光纤激光器市场已基本由国产厂商占据，低价竞争严重，而高功率产品国产化率仅为 50% 左右。

4) 公司作为国资委下属企业，持续加大研发，2022 年研发投入占比 9.7%，高于 IPG、创鑫的 8%。2022 年公司高功率产品销量同比增长 128%，其中万瓦激光器销量同比增长 35%，未来高功率、高端制造市场有望成为公司发展新动力。

□ 锐科激光：预计未来 3 年归母净利润复合增速为 157%

预计公司 2023-2025 年归母净利为 3.6、5.2、6.9 亿元，同比增长 768%、45%、34%，CAGR=157%，对应 PE 为 45、31、23 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 风险提示

1) 行业价格战持续；2) 高功率、高端市场扩展不及预期。

投资评级：买入(首次)

分析师：邱世梁

执业证书号：S1230520050001

qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：刘村阳

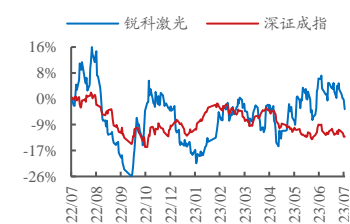
执业证书号：S1230522100001

liucunyang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 27.97
总市值(百万元)	15,848.35
总股本(百万股)	566.62

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3189	3999	4947	6029
(+/-) (%)	-6%	25%	24%	22%
归母净利润	41	355	516	694
(+/-) (%)	-91%	768%	45%	34%
每股收益(元)	0.07	0.63	0.91	1.22
P/E	388	45	31	23
ROE	1%	10%	13%	16%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.6、5.2、6.9 亿元，同比增长 768%、45%、34%，CAGR=157%，对应 PE 为 45、31、23 倍，对应 PEG 仅为 0.3。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关键假设

- 1) 公司盈利能力持续修复。
- 2) 公司高功率、高端领域市场拓展顺利。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为：激光行业经过几年的高增长已进入成熟期，公司未来弹性有限。

我们认为：

1、激光行业过去几年的高增长来自于行业应用渗透率的快速提升以及国产替代进程的推进，目前激光切割、焊接、打标等行业趋于成熟、中低功率激光器国产化率也处于较高水平，行业增速确实有所放缓。但是**过去几年激光器价格的快速下降、功率/性能的持续提升，也同时打开了新的下游应用空间**，未来包括 3D 打印、特种领域的新应用有望为激光行业带来新的增长动力。

2、锐科作为国内光纤激光器龙头，在传统应用领域通过规模、技术等优势确保市占率的稳中有升，成本端持续降本增效、使利润率不断提升，产品结构方面加大对高端制造、特种领域的投入力度，提升高附加值产品的收入占比，**业绩弹性也将高于行业**。

● 股价上涨的催化因素

- 1) 公司产品毛利率提升超预期。
- 2) 公司特种业务打开增长新空间。

● 风险提示

- 1) 行业价格战持续。
- 2) 高功率、高端市场扩展不及预期。

正文目录

1 国产光纤激光器龙头，充分发挥产业链垂直整合优势	6
1.1 深耕行业十五载，公司是我国光纤激光器龙头企业.....	6
1.2 聚焦激光器核心主业，产品品类不断扩展.....	7
1.3 营业收入快速增长，价格战影响公司盈利水平.....	9
2 激光器市场持续扩容，国产替代进程进入下半场	10
2.1 激光在现代制造业中有重要地位，公司位居产业链中游.....	10
2.2 成本控制助力国产替代，国内竞争格局三足鼎立.....	13
2.3 激光下游应用场景不断拓展，持续带来增量市场空间.....	16
3 公司短期受益盈利修复，长期看高功率、高端领域拓展	17
3.1 疫情后下游制造业需求不断复苏，公司盈利能力有所修复.....	17
3.2 公司重视研发投入，高功率、高端领域产品快速拓展.....	18
4 盈利预测与估值分析	19
4.1 业务拆分与盈利预测	19
4.2 估值分析及投资建议	21
5 风险提示	21

图表目录

图 1: 锐科激光是我国光纤激光器龙头企业	6
图 2: 公司实际控制人为航天科工集团, 大股东航天三江集团持股 33.69% (截至 2023 年一季报)	6
图 3: 公司积极布局各类激光器产品	8
图 4: 公司营收以连续光纤激光器为主, 占比 76% (2022)	8
图 5: 近年来连续光纤激光器占公司总营收比例保持在 75%左右	8
图 6: 超快激光器毛利率水平最高, 2022 年达到 34.6%	8
图 7: 连续光纤激光器是公司最主要毛利来源 (2022)	8
图 8: 2018-2022 年公司激光器产品单价年均降幅约为 15%	9
图 9: 公司产品品类不断扩展, 2018-2022 年营收 CAGR=27%	9
图 10: 2022 年公司营收 31.89 亿元, 同比下降 6.48%	9
图 11: 2022 年公司归母净利 0.41 亿元, 同比下降 91.38%	9
图 12: 受行业竞争激烈影响, 公司近年来盈利能力有所下降	10
图 13: 公司期间费用率呈上升趋势, 2022 年为 16.78%	10
图 14: 公司负债主要为应付票据及应付账款	10
图 15: 近年来公司经营现金流有改善趋势	10
图 16: 激光器中激光主要由增益介质、泵浦源、谐振腔协同产生	11
图 17: 激光器位居产业链中游, 下游应用涉及多种领域	11
图 18: 中国激光器市场规模达到 129 亿美元 (2021)	12
图 19: 工业及信息领域为激光器下游主要应用领域 (2021)	12
图 20: 光纤激光器是最主要的工业激光器 (2020)	12
图 21: 中国光纤激光器市场规模达 122.6 亿元 (2022)	12
图 22: 国外企业仍然占据我国光纤激光器高端市场	13
图 23: 2022 年 IPG 实现营业收入 100 亿元, 同比增长 7.53%	14
图 24: 大功率连续波激光器是 IPG 主要产品, 2022 年占比 54%	14
图 25: 近年来 IPG 毛利率呈下降趋势, 2022 年为 38.85%	14
图 26: 2022 年锐科激光研发费率达 9.69%, 首次超过 IPG	14
图 27: 2018 年中国光纤激光器市场份额	15
图 28: 2021 年中国光纤激光器市场份额	15
图 29: 中高功率光纤激光器国产化率增长趋势明显	15
图 30: 6kw 以下光纤激光器已基本实现国产替代	15
图 31: 6kw 以上高功率激光器出货量增速更快	15
图 32: 高功率激光器切割钢板效率更高 (m/min)	15
图 33: 2022 年新能源汽车产销分别增长 96.9%、93.4%	16
图 34: 动力电池 2021 年装机量达到 140GWh, 同比增长 123%	16
图 35: 激光加工工艺在太阳能电池不同环节的应用情况	16
图 36: 2022 年国内光伏发电累计装机容量同比增长 28%	17
图 37: 2022 年国内光伏发电新增装机容量同比增长 59%	17
图 38: 今年以来 PMI 回暖, 6 月份相比上月提升 0.2pct	17
图 39: 2023 年 5 月我国工业机器人产量同比增长 3.8%	17
图 40: 2023 年 5 月金属切削机床产量同比 1.9%	18
图 41: 年初以来汽车和通用设备制造业产成品存货有上涨态势	18
图 42: 年初以来通用设备制造业利润率呈上升趋势	18

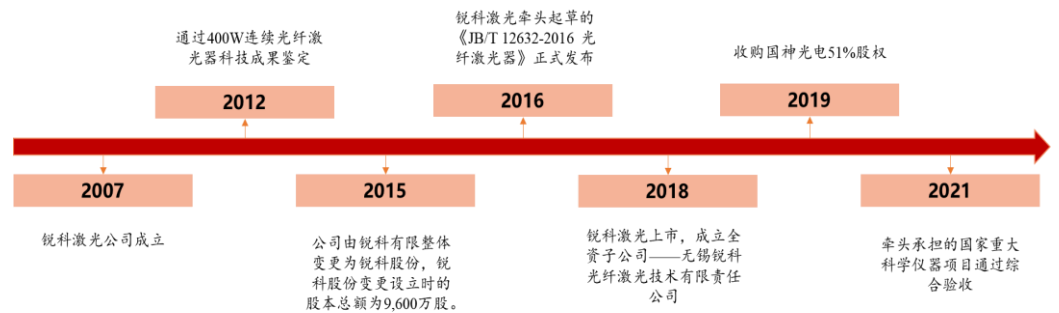
图 43: 锐科激光毛利率、净利率有逐季修复趋势	18
图 44: 公司重视研发投入, 2022 年研发费用率达到 9.69%	19
图 45: 公司专利数量 2022 年专利数量达到 789 项	19
图 46: 2022 年公司高功率激光器销量同比增长 128%	19
图 47: 2022 年公司千瓦激光器销量同比增长 35%	19
图 48: 上市以来公司的 PE 估值中枢为 80 倍	21
表 1: 股权激励绑定优秀人才, 助力公司长期发展。	7
表 2: 光纤激光器凭借优异的性能成为市场主流	12
表 3: 激光行业是战略性新兴产业, 国家出台多项政策促进行业发展	13
表 4: 公司分业务拆分及预测	20
表 5: 可比公司估值 (市值数据截至 2023 年 7 月 21 日收盘)	21
表附录: 三大报表预测值	23

1 国产光纤激光器龙头，充分发挥产业链垂直整合优势

1.1 深耕行业十五载，公司是我国光纤激光器龙头企业

公司深耕行业十五载，是我国光纤激光器龙头企业。锐科激光成立于2007年，是一家专业从事光纤激光器及其关键器件与材料的研发、生产和销售的企业。公司主要产品包括10W至2,000W脉冲光纤激光器、10W至30,000W连续光纤激光器、75W至450W准连续光纤激光器以及80W至8,000W直接半导体激光器等，广泛应用于打标、切割、焊接、熔覆、清洗、增材制造等激光制造领域，以及半导体、消费电子、显示与面板、锂电、光伏等行业。

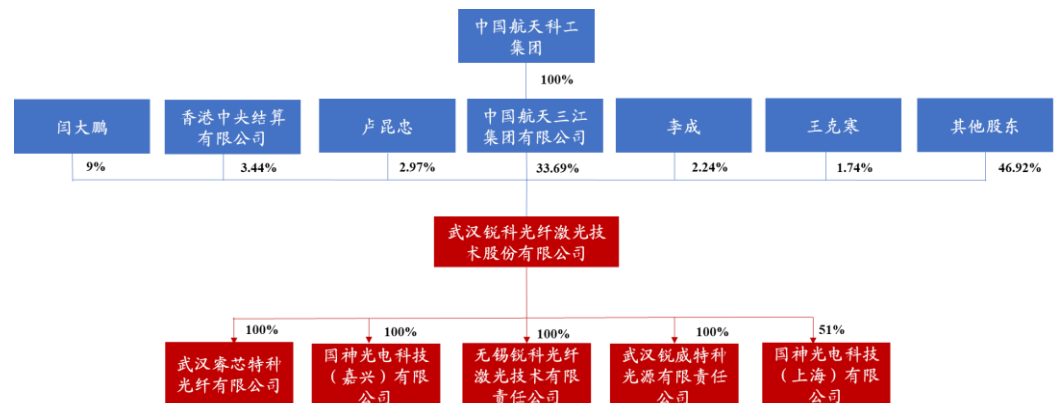
图1：锐科激光是我国光纤激光器龙头企业



资料来源：公司官网，公司公告，公司招股书

公司股权结构稳定，实际控制人为航天科工集团。截至2023年一季报，中国航天科工集团通过航天三江集团间接持有公司33.69%的股份，对公司达成实际控制。公司目前持股50%以上子公司共5家。其中武汉睿芯主要生产特种光纤等关键原材料；上海国神光电主要负责超快激光器的研发、生产和销售；武汉锐威主要从事特种激光领域的制造和销售。

图2：公司实际控制人为航天科工集团，大股东航天三江集团持股33.69%（截至2023年一季报）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

股权激励绑定优秀人才，助力公司长期发展。2021年8月，公司对高级管理人员、核心技术（业务）骨干等335人一次性授予共432万股限制性股票，占公告时公司总股本的1%，授予价格为32.96元/股。公司市场化水平处于前列，本次股权激励计划有利于留住和吸引公司人才，充分调动员工工作的积极性，为公司的长远发展打下基础。

表1: 股权激励绑定优秀人才, 助力公司长期发展。

职务	人数	获授限制性股票数量(万股)	占授予总数比例	占股本总额比例
副总经理、董事会秘书 卢昆忠	1	10.50	2.43%	0.02%
副总经理 曹磊	1	5.40	1.25%	0.01%
副总经理 李杰	1	7.20	1.67%	0.02%
财务负责人 黄璜	1	4.20	0.97%	0.01%
副总经理 刘晓旭	1	4.35	1.01%	0.01%
核心技术研发人员/中层管理人员/骨干员工	330	400.35	92.67%	0.93%
合计	335	432.00	100%	1.00%

	第一个解除限售期	第二个解除限售期	第三个解除限售期
解锁条件	以 2019 年营业收入为基数, 2022 年营业收入复合增长率不低于 25%; 2022 年净资产收益率不低于 15%, 且上述两项指标均不低于对标企业 75 分位值; 公司 2022 年经济增加值改善值 (EVA)>0。	以 2019 年营业收入为基数, 2023 年营业收入复合增长率不低于 26%; 2023 年净资产收益率不低于 16%, 且上述两项指标均不低于对标企业 75 分位值; 公司 2023 年经济增加值改善值 (EVA)>0。	以 2019 年营业收入为基数, 2024 年营业收入复合增长率不低于 27%; 2024 年净资产收益率不低于 17%, 且上述两项指标均不低于对标企业 75 分位值; 公司 2024 年经济增加值改善值 (EVA)>0。

摊销费用(万元)	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	合计
	2,041.46	6,124.38	5,188.71	2,693.59	964.02	17,012.16

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.2 聚焦激光器核心主业, 产品品类不断扩展

公司主要产品包括脉冲光纤激光器、连续光纤激光器、准连续光纤激光器、直接半导体激光器、超快激光器等。

1) **脉冲光纤激光器**: 功率涵盖 10W-2000W, 包括高功率脉冲光纤激光器、调 Q 脉冲光纤激光器、MOPA 宽脉冲光纤激光器。应用于点焊、模具表面处理、汽车制造、船舶业、石油化工工业、非金属及高反等材料的加工等。

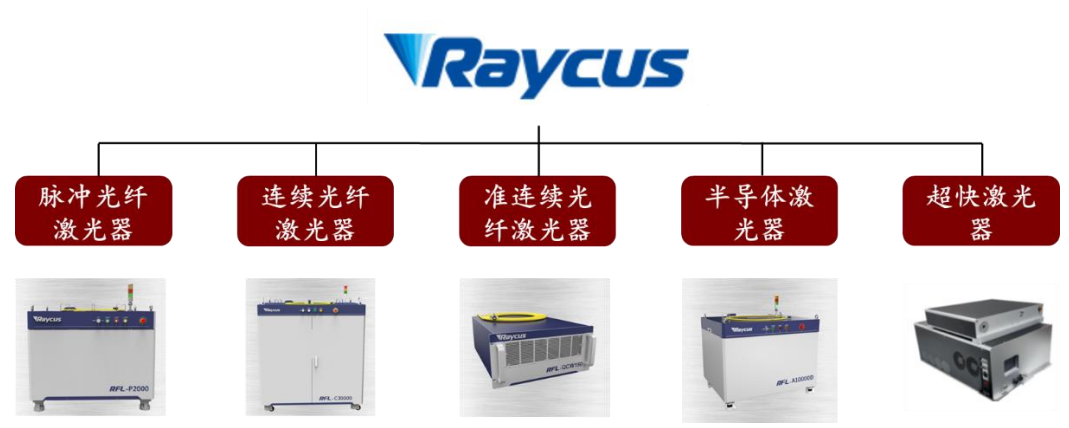
2) **连续光纤激光器**: 功率涵盖 10W-30000W, 包括单模组连续光纤激光器、多模组连续光纤激光器。应用于焊接、精密切割、熔覆、表面处理、3D 打印、打孔、医疗器件加工等。

3) **准连续光纤激光器**: 功率涵盖 75W-450W, 具有连续和脉冲两种模式。应用于点焊、缝焊和钻孔等需要长脉宽、高峰值的工业领域。

4) **直接半导体激光器**: 功率涵盖 80W-8000W, 用于激光制造如打标、切割、焊接、熔覆、清洗、增材制造等领域。

5) **超快激光器**: 超快激光器方面主要产品包括 10W 至 20W 纳秒激光器, 2W 至 100W 红外皮秒激光器, 5W 至 50W 绿光皮秒激光器, 5W 至 30W 紫外皮秒激光器, 1W 至 20W 飞秒激光器等。应用于显示和面板玻璃切割、汽车玻璃切割, 厚玻璃切割、FPC 覆盖膜切割、5GLCP 切割、OLED 柔性显示材料切割、LED 晶元切割、半导体芯片切割等。

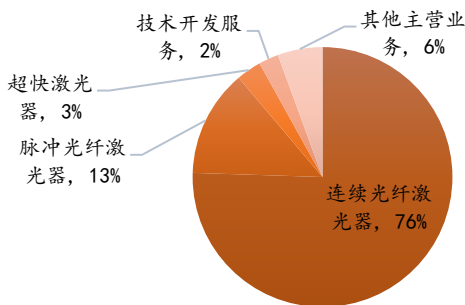
图3: 公司积极布局各类激光器产品



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

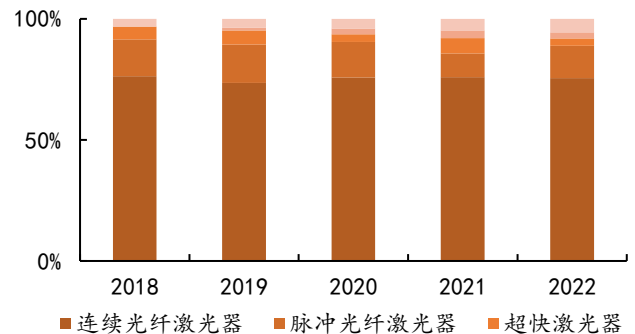
从营收端看, 公司营收以连续光纤激光器为主, 占比 76%。2022 年, 公司连续光纤激光器、脉冲光纤激光器营收占比分别为 76%和 13%。2019 年公司通过收购国神光电进入超快激光器领域, 但营业收入规模还处于较低水平, 2022 年占比 3%。2017-2021 年, 连续光纤激光器贡献了公司的大部分营业收入, 基本稳定在 75%左右。

图4: 公司营收以连续光纤激光器为主, 占比 76% (2022)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

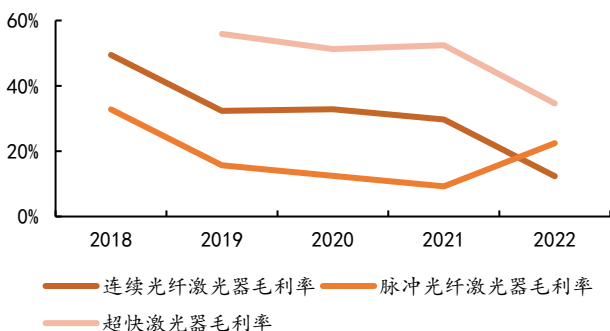
图5: 近年来连续光纤激光器占公司总营收比例保持在 75%左右



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

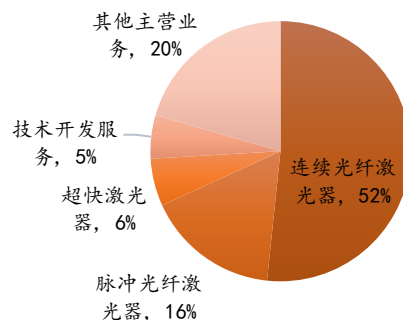
从利润端来看, 超快激光器毛利率水平最高, 连续光纤激光器是公司最主要毛利来源。公司超快激光器毛利率一直处于较高水平, 2022 年达到 34.6%; 脉冲光纤激光器毛利率从 2018 年的 32.8%下滑至 2021 年的 9.2%, 2022 年有所回升, 达到 22.4%; 价格战背景下公司连续光纤激光器毛利率持续下滑, 2022 年降至 12.3%的低点, 未来有望逐渐修复。连续光纤激光器是公司最主要的毛利来源, 2022 年毛利占比约 52%。

图6: 超快激光器毛利率水平最高, 2022 年达到 34.6%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

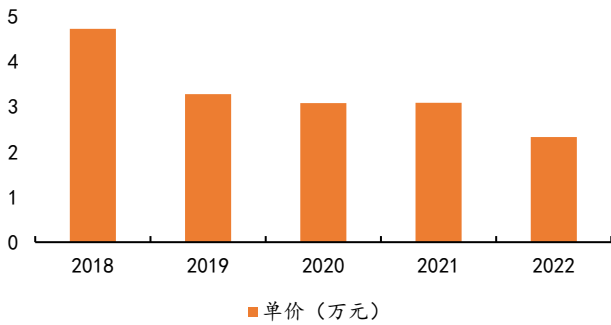
图7: 连续光纤激光器是公司最主要毛利来源 (2022)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

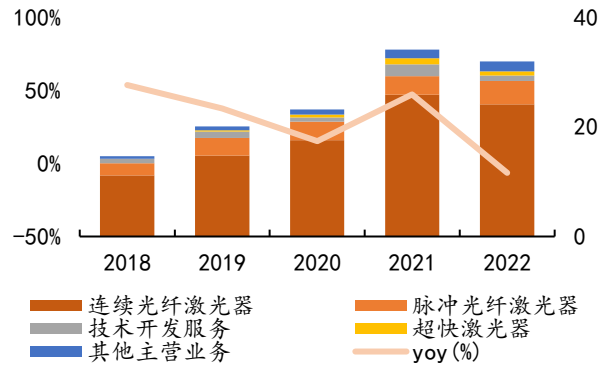
激光器价格下降带来更多应用空间，公司营收保持快速增长。公司激光器产品单价从2018年的约4.7万元下降至2022年的约2.3万元，年均降幅约为15%，激光器价格的下降推动下游应用场景不断扩展。同时，公司产品品类也不断丰富，以连续光纤激光器为核心，不断向脉冲光纤激光器、超快激光器等其他品类扩展，整体营收从2018年的14.62亿元增长至2022年的31.89亿元，年均增速达27%。

图8: 2018-2022年公司激光器产品单价年均降幅约为15%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图9: 公司产品品类不断扩展, 2018-2022年营收 CAGR=27%

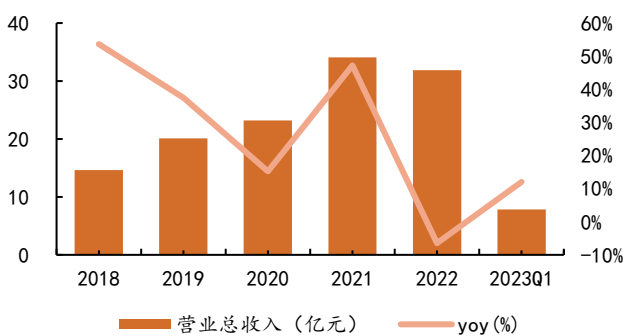


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.3 营业收入快速增长, 价格战影响公司盈利水平

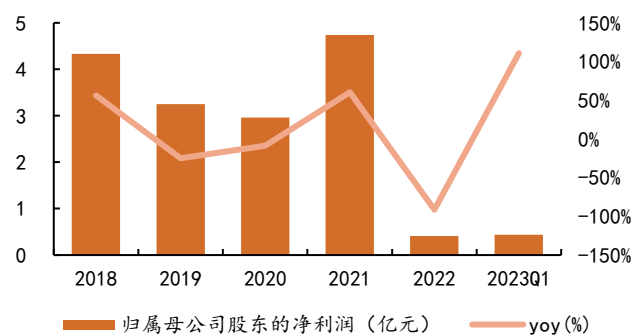
近年来, 公司营收保持稳健增长。2022年受疫情、宏观经济下行等多方面因素影响, 公司终端需求受阻, 下游客户需求放缓, 公司为提高市场份额采取降价措施, 影响整体收入。2022年公司营收31.89亿元, 同比下降6.48%, 归母净利润0.41亿元, 同比下降91.38%。从2023Q1来看, 公司业务已有恢复趋势, 2023Q1公司实现营收7.86亿元, 同比增长12.06%, 归母净利润0.44亿元, 同比增长110.79%。

图10: 2022年公司营收31.89亿元, 同比下降6.48%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

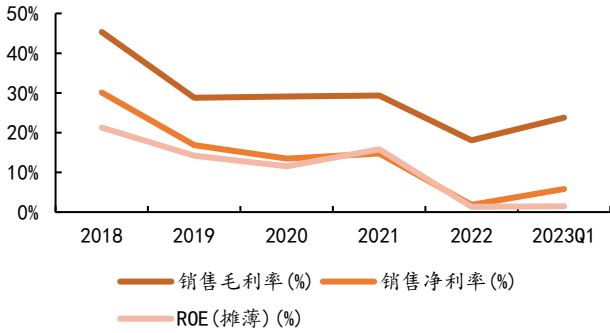
图11: 2022年公司归母净利润0.41亿元, 同比下降91.38%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

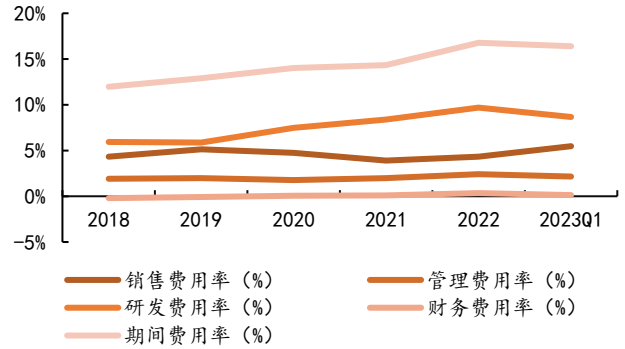
受行业竞争激烈影响, 公司近年来盈利能力有所下降。公司毛利率、净利率分别从2018年的45.32%、30.09%下滑至2022年的18.06%、1.82%, 2023Q1有所恢复。费用端, 2022年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为3.91%、1.98%、8.39%、0.08%, 整体期间费用率为16.78%, 同比提升2.44pct, 主要系公司为维持激光器的技术领先性, 近年来研发投入力度持续增大。

图12: 受行业竞争激烈影响, 公司近年来盈利能力有所下降



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

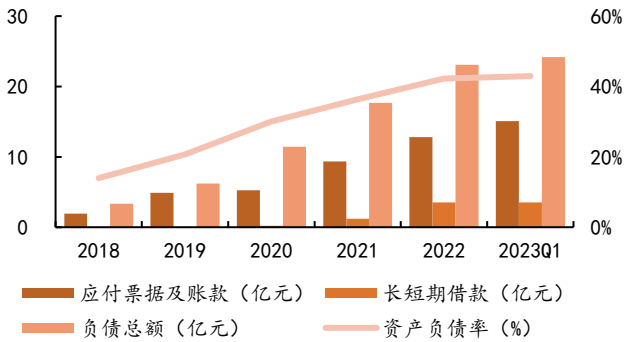
图13: 公司期间费用率呈上升趋势, 2022 年为 16.78%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

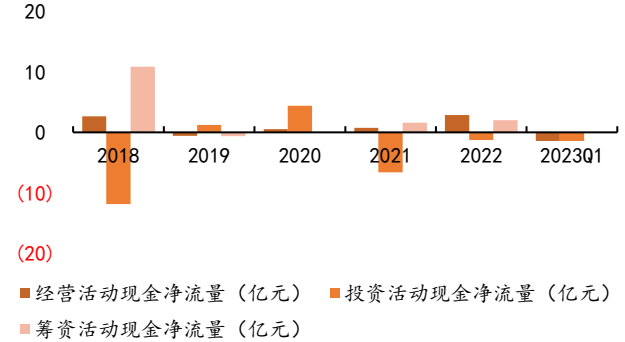
公司负债主要为应付票据及账款, 近年来经营现金流有改善趋势。从资产负债端来看, 自 2018 年上市以来, 公司资产负债率有上升趋势, 2023Q1 达到 42.96%。公司负债主要来自应付票据及账款, 截至 2023Q1, 公司应付票据及账款, 长短期借款分别为 15.1、3.5 亿元。受原材料采购加大和价格战的双重影响, 2019 年公司经营性现金流转负, 近年经营现金流有所改善, 2022 年达到 2.88 亿元, 同比增长 294%, 主要系公司销售回款改善和大量采购减少。

图14: 公司负债主要为应付票据及应付账款



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图15: 近年来公司经营现金流有改善趋势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

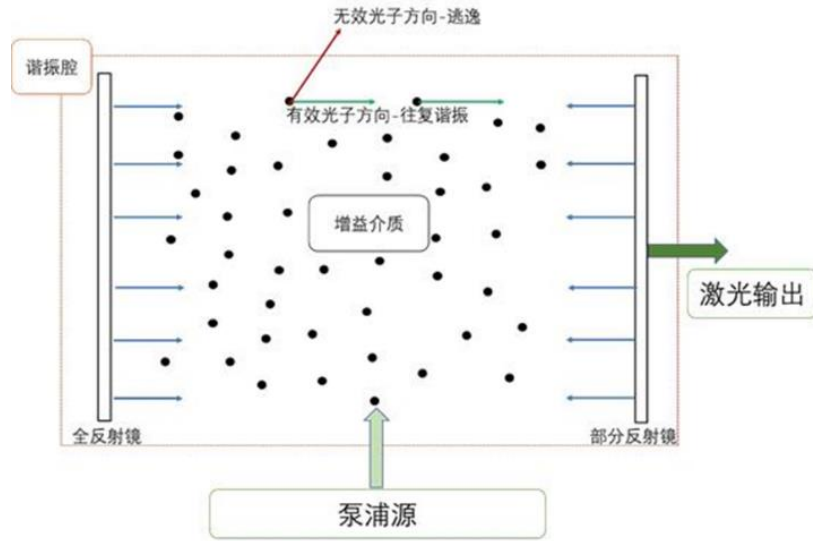
2 激光器市场持续扩容, 国产替代进程进入下半场

2.1 激光在现代制造业中有重要地位, 公司位居产业链中游

激光是由受激辐射的光放大产生的辐射, 在现代制造业中具有重要地位。激光材料加工是激光技术在工业领域的最主要应用, 其中激光器是产生、输出激光的器件, 是激光加工系统的核心器件。由于自动化加工、精度高、能耗低、加工对象广、变形小等优势, 激光加工已逐渐对传统加工方式形成替代。

激光器中激光主要由增益介质、泵浦源、谐振腔三个部分协同产生。其中, 增益介质是激光器的核心, 泵浦源是激光能量的源头, 谐振腔控制激光光波方向, 并对激光束能量进行放大。

图16: 激光器中激光主要由增益介质、泵浦源、谐振腔协同产生



资料来源: 联赢激光招股书, 浙商证券研究所

激光器位居产业链中游, 下游应用涉及多种领域。激光产业链上游主要为激光器核心器件, 包括光源材料、光学元器件等; 中游主要为各种激光器、机械系统、数控系统等; 下游是成套的激光加工设备, 如激光切割机、激光焊接设备、激光打标机等。激光产业链的终端围绕激光设备及产品应用, 涉及交通、医疗、电池、家电、商业用途等领域。

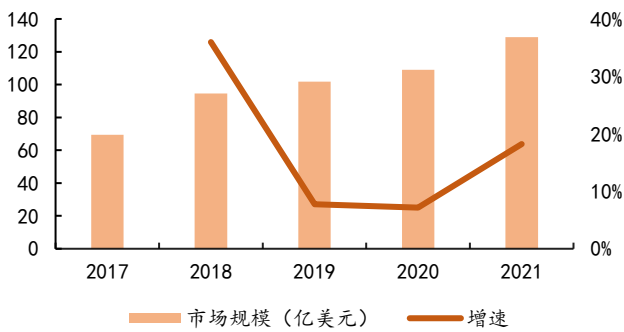
图17: 激光器位居产业链中游, 下游应用涉及多种领域



资料来源: 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

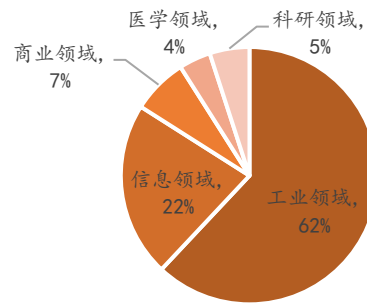
我国激光器市场增长迅速, 工业及信息领域为激光器下游主要应用领域。根据 Laser Focus World 数据, 2021 年中国激光器市场规模达到 129 亿美元, 同比增长 18.24%。工业领域是我国激光器设备应用的主要领域, 2021 年工业领域激光设备市场占比最大, 达 62%; 其次为信息领域激光设备市场, 占比达 22%; 商业领域占比 7%, 医学领域占比 4%, 科研领域占比 5%。

图18: 中国激光器市场规模达到 129 亿美元 (2021)



资料来源: Laser Focus World, 智研咨询, 浙商证券研究所

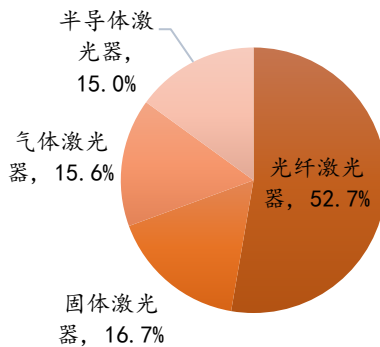
图19: 工业及信息领域为激光器下游主要应用领域 (2021)



资料来源: 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

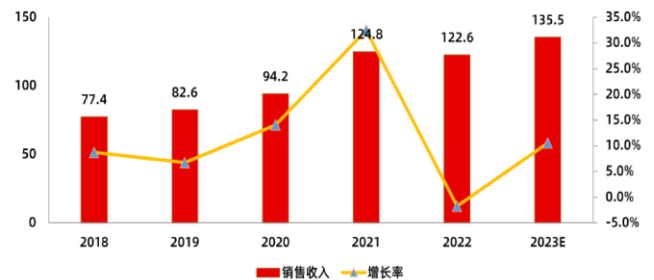
光纤激光器是最主要的工业激光器, 2022 年中国市场规模达 122.6 亿元。工业激光器主要分为四大类, 分别为光纤激光器、固体激光器、气体激光器以及半导体激光器, 其中光纤激光器凭借优异的性能成为市场主流, 2020 年市场份额达 52.7%。根据《中国激光产业发展态势分析与展望》数据, 整体经济受需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力影响, 2022 年我国光纤激光器市场规模下降至 122.6 亿元, 同比下降 1.8%。随着新赛道的打开和多款新产品投产, 预计 2023 年我国光纤激光器市场将恢复至 135.5 亿元, 同比增长超过 10%。

图20: 光纤激光器是最主要的工业激光器 (2020)



资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

图21: 中国光纤激光器市场规模达 122.6 亿元 (2022)



资料来源: 《中国激光产业发展态势分析与展望》, 浙商证券研究所

表2: 光纤激光器凭借优异的性能成为市场主流

对比项目	指标说明	CO2 激光器 (气体)	YAG 激光器 (固体)	薄盘激光器 (固体)	光纤激光器	半导体激光器
波长 μm	数值越小, 加工能力越强	10.6	1.06	1.0~1.1	1.0~1.1	0.9~1.0
典型电光效率 %	数值越大, 效率越高, 耗电越小	10	5	15	30	45
光束质量 BPP (4/5kw)	数值越小, 光束质量越好	6	25	8	<2.5	10
输出功率 kW	数值越大, 加工能力越强	1~20	0.5~5	0.5~4	0.5~20	0.5~10
冷却方式	方式越多, 使用越灵活	水冷	水冷	水冷	风冷/水冷	水冷
体积	体积越小, 适用场合越多	大	最大	较大	非常小	非常小
可加工材料类型	范围越广, 加工适用性越好	高反材料如铜、铝不可	高反材料如铜、铝不可	高反材料亦可	高反材料亦可	高反材料亦可

资料来源: 创鑫激光招股书, 浙商证券研究所

2.2 成本控制助力国产替代，国内竞争格局三足鼎立

激光行业是战略性新兴产业，国家出台多项政策促进行业发展。激光加工相比其他技术具有突出优势，在保证较快加工速度的同时能够兼顾加工质量。目前我国高端制造较为薄弱，尤其在精密加工领域和世界先进水平差距较大。为了加速产业结构调整，提高我国高端制造业的水平，国家出台了多项政策，加大对高端制造和精密加工的扶持。我国政策主要通过鼓励激光企业自主创新和掌握核心技术促进激光技术与高端制造深度融合。2021年《“十四五”智能制造发展规划》中指出要大力发展包括先进激光加工设备等的智能制造装备。

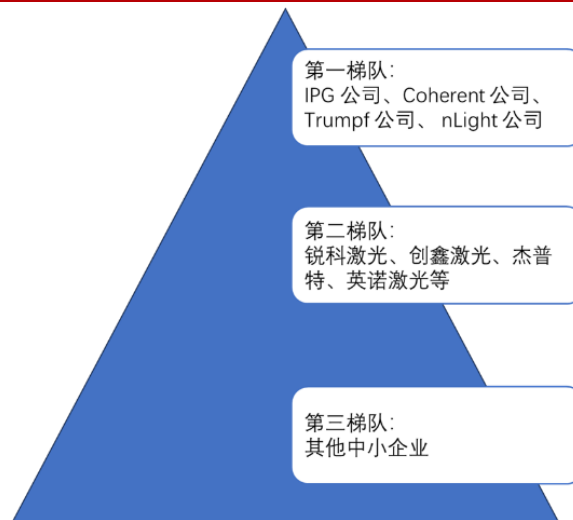
表3：激光行业是战略性新兴产业，国家出台多项政策促进行业发展

时间	发布单位	政策名称	重点内容
2022.6	工信部	《工业能效提升行动计划》	推进重点行业节能提效改造升级。加快一体化压铸成形、无模铸造、超高强钢热成形、精密冷锻、异质材料焊接、轻质高强合金轻量化、激光热处理等先进近净成形工艺技术产业化应用。
2021.12	发改委、工信部等八部委	《“十四五”智能制造发展规划》	规划指出大力发展智能制造装备。通过智能车间/工厂建设，带动通用、专用智能制造装备加速研制和迭代升级。通过智能装备包括：激光/电子束高效选区熔化装备、激光选区烧结成形装备等增材制造装备；超快激光等先进激光加工装备。
2021.1	工信部	《基础电子元器件产业发展行动计划(2021-2023年)》	要重点发展高速光通信芯片、高速高精度光探测器、高速直调和外调制激光器、高速调制器芯片、高功率激光器等。
2020.1	科技部、发改委、教育部、中科院、自然科学基金委	《加强“从0到1”基础研究工作方案》	重点支持人工智能、网络协同制造、3D打印和激光制造、先进电子材料、制造技术与关键部件、光电子器件及集成等重大领域，推动关键核心技术突破。

资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

光纤激光器行业壁垒高，国内厂商逐渐实现国产替代。在目前的光纤激光器市场中，国外企业仍占据高端市场，包括 IPG 公司、Coherent 公司和 nLight 公司等，其中 IPG 公司是全球最大的光纤激光器供应商。近年来我国光纤激光器产业发展迅猛，在国内厂商技术的不断积累以及成本优势下，在中低端市场逐渐实现国产替代，代表企业有锐科激光、创鑫激光、杰普特等。

图22：国外企业仍然占据我国光纤激光器高端市场

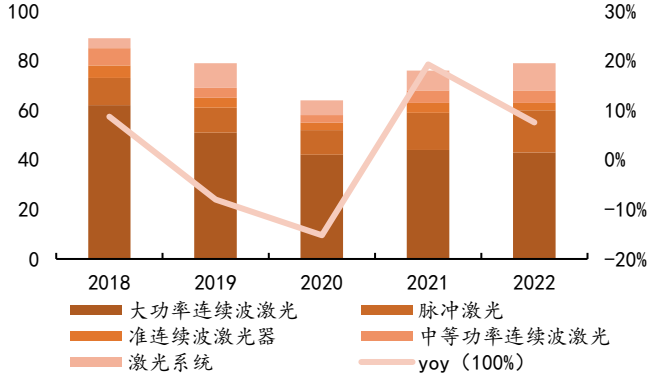


资料来源：智研咨询，浙商证券研究所

IPG 于 1990 年创立，2006 年在纳斯达克上市，是全球第一家实现光纤激光器产业化的企业。IPG 开发和制造一系列的光纤激光器、光纤放大器和二极管激光器，应用于不同终

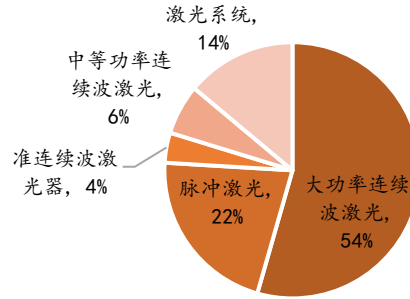
端市场。2022年，IPG实现营业收入约100亿人民币，同比增长7.53%。其中，大功率连续波激光器是IPG的主要产品，占2022年全年营收的54%；脉冲激光器是IPG第二大产品，占比22%。

图23: 2022年IPG实现营业收入100亿元，同比增长7.53%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

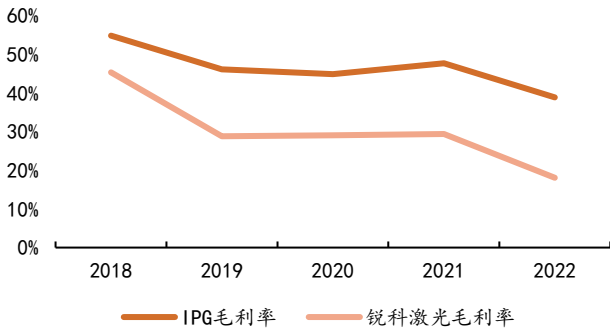
图24: 大功率连续波激光器是IPG主要产品，2022年占比54%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

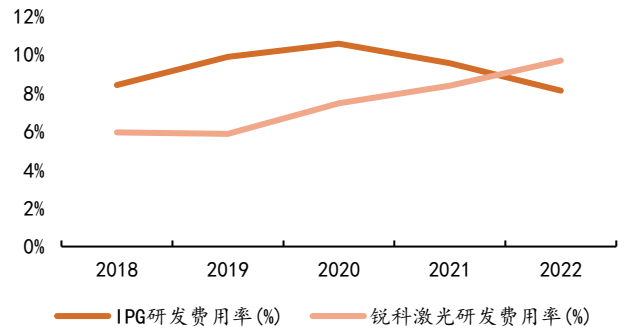
IPG 毛利率呈下降趋势，研发费用率被锐科激光反超。近年来随着国产激光器厂商的崛起，IPG 毛利率呈现下降趋势，从2018年的54.82%下滑至2022年的38.85%，但仍高于国产龙头锐科，主要系IPG在高端产品市场具有领先优势，产品附加值高，盈利能力强。近年来锐科激光持续加大研发投入，研发费用率从2018年的5.92%快速增长至2022年的9.69%，首次超过IPG，未来有望持续向高端市场扩展，进一步提升盈利水平。

图25: 近年来IPG毛利率呈下降趋势，2022年为38.85%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

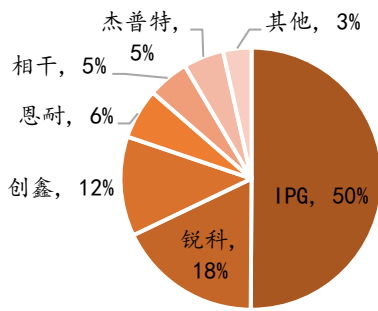
图26: 2022年锐科激光研发费率达9.69%，首次超过IPG



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

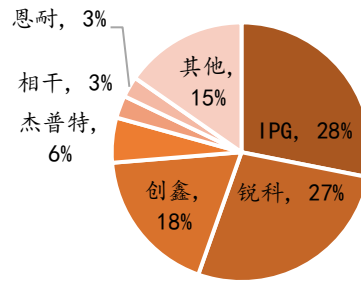
随着以锐科为代表的国产厂商崛起，目前国内光纤激光器竞争格局三足鼎立。IPG 在全球市场的竞争优势明显，但在中国市场上已受到来自锐科激光等国内企业的挑战，其他外资厂商如恩耐、相干等市场份额也在持续下滑。根据《中国激光产业发展报告》数据，IPG在中国光纤激光器市场的份额从2018年的50%下滑至2021年的28%，仍然排名第一；国产厂商锐科激光市场份额从2018年的18%提升至2021年的27%，几乎与IPG持平；创鑫激光市场份额从2018年的12%提升至2021年的18%，是国内第三大供应商。2021年我国光纤激光器市场CR3达73.7%，市场集中度较高。

图27: 2018年中国光纤激光器市场份额



资料来源:《中国激光产业发展报告》, 浙商证券研究所

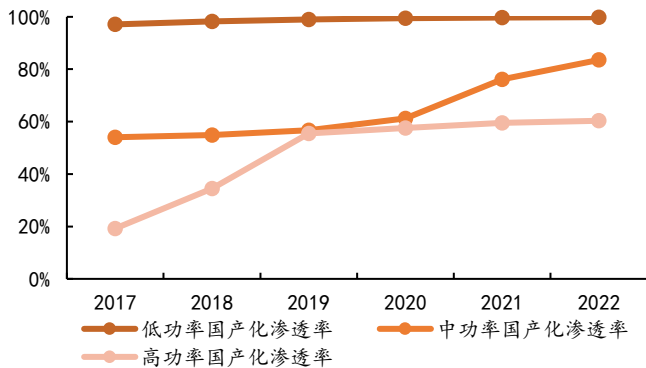
图28: 2021年中国光纤激光器市场份额



资料来源:《中国激光产业发展报告》, 浙商证券研究所

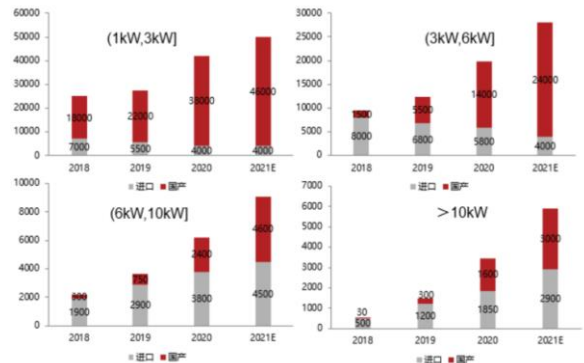
中低功率光纤激光器已基本实现国产化, 国产替代进程进入下半场。根据中商产业研究院数据, 2017-2022年, 我国高功率光纤激光器国产化率由 19.23% 增长至 60.33%, 中功率光纤激光器国产化率由 54.05% 增长至 83.55%, 低功率光纤激光器国产化率则一直保持在 99% 左右。国产 10kW 以上超高功率段光纤激光器整体出货量已接近国外同功率段产品水平, 表明国产光纤激光器随着自主研发实力的不断增强正逐步被国内市场接受。

图29: 中高功率光纤激光器国产化率增长趋势明显



资料来源: 中商产业研究院, 浙商证券研究所

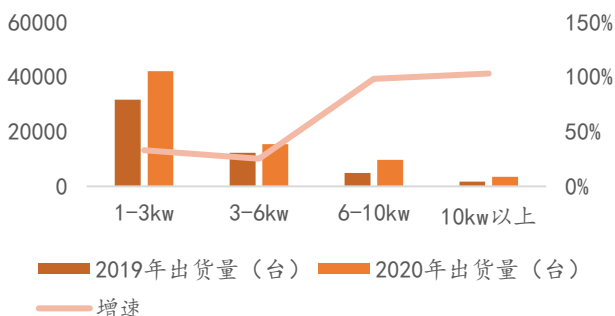
图30: 6kw以下光纤激光器已基本实现国产替代



资料来源: 锐科激光官网, 《中国激光产业发展报告》, 浙商证券研究所

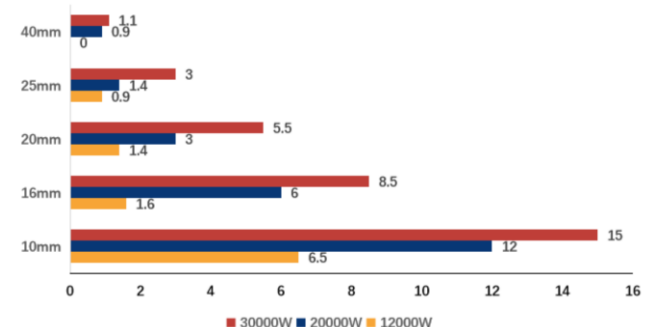
高功率是光纤激光器的发展方向, 增速相比中低功率更快。随着下游客户对加工要求逐渐提高, 原有较低功率和较差光束质量的激光设备将逐渐无法满足市场新的要求。高功率激光器能够带来更高的加工效率, 这一点在厚板切割中尤为明显。根据前瞻产业研究院数据, 2020年我国 6kw 以上的高功率光纤激光器出货量增速达 99%, 高于 6kw 以下中低功率的 31%。

图31: 6kw以上高功率激光器出货量增速更快



资料来源: 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

图32: 高功率激光器切割钢板效率更高 (m/min)

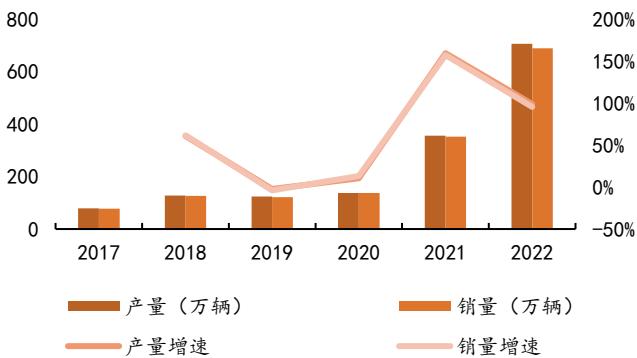


资料来源: 锐科激光官网, 浙商证券研究所

2.3 激光下游应用场景不断拓展，持续带来增量市场空间

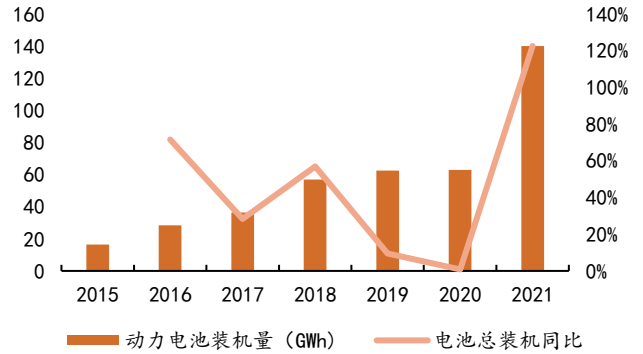
新能源汽车及动力电池发展，给激光应用带来广阔市场空间。汽车动力电池对安全性、热稳定性有较高的要求，激光技术凭借其精确性、可控性在新能源车领域广泛应用。1) **激光焊接**。在新能源汽车的锂电池和电池组的制造过程中，激光可以应用于极片及隔膜分切环节、电芯壳体、顶盖、密封钉、极耳等焊接环节、电池 PACK 模组时的连接片焊接等。2) **激光切割**。激光切割具有无物理磨损、切割形状灵活、边缘质量控制、精确性更高和运营成本较低等优势，有利于降本增效、大幅缩短新产品模切周期，在动力电池生产中主要应用于前段工序的电池极片制造环节。

图33: 2022年新能源汽车产销分别增长96.9%、93.4%



资料来源: 中国汽车工业协会, 浙商证券研究所

图34: 动力电池2021年装机量达到140GWh, 同比增长123%

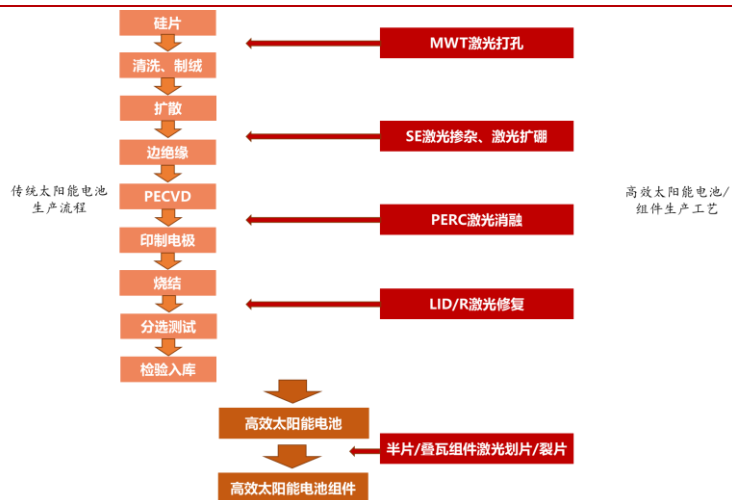


资料来源: GGII, 浙商证券研究所

新能源汽车产销加速增长，拉动激光产品需求。根据中国汽车工业协会发布数据，2022年我国新能源汽车产销分别完成705.8万辆和688.7万辆，同比分别增长96.9%和93.4%。同时根据GGII数据，作为电动汽车的核心部件动力电池2015-2021年装机量呈现逐年上升的趋势，在2021年总装机量达到140GWh，相比2020同比增长123%，发展态势迅猛。

在光伏产业的发展中，激光技术同样应用众多。激光加工凭借精确的图案化局部加工和快速切割能力，成为提升光伏产品转换效率的重要方式。在太阳能电池生产中，激光加工主要用于消融、切割、刻边、掺杂、打孔等工艺，以提高光电转换效率。

图35: 激光加工工艺在太阳能电池不同环节的应用情况

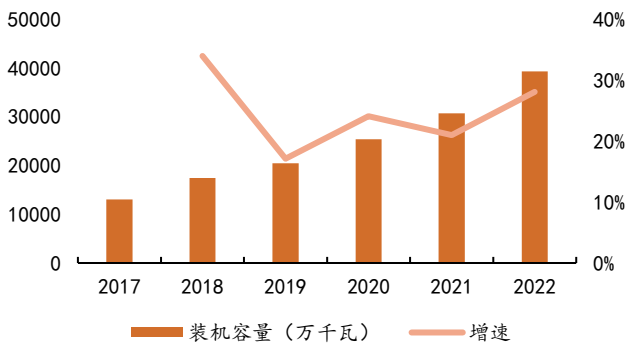


资料来源: 帝尔激光招股书, 浙商证券研究所

光伏行业发展迅速，持续带来光伏用激光设备需求。在产业趋势、政策影响及高收益驱动下，中国的光伏产业迅速扩容。依据国家能源局的数据，2022年国内光伏发电累计装

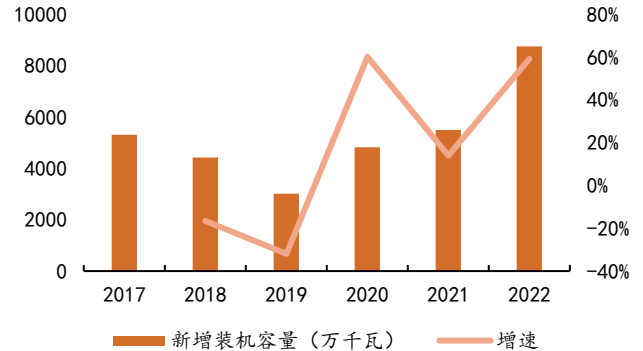
机容量 39261 万千瓦，同比增长 28%；2022 年国内光伏发电新增装机容量 8741 万千瓦，同比增长 59%；未来随着光伏行业的持续发展，也将为激光加工带来更多需求。

图36：2022 年国内光伏发电累计装机容量同比增长 28%



资料来源：国家能源局，浙商证券研究所

图37：2022 年国内光伏发电新增装机容量同比增长 59%



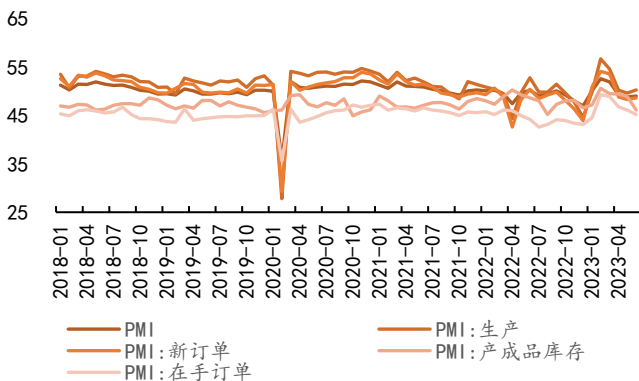
资料来源：国家能源局，浙商证券研究所

3 公司短期受益盈利修复，长期看高功率、高端领域拓展

3.1 疫情后下游制造业需求不断复苏，公司盈利能力有所修复

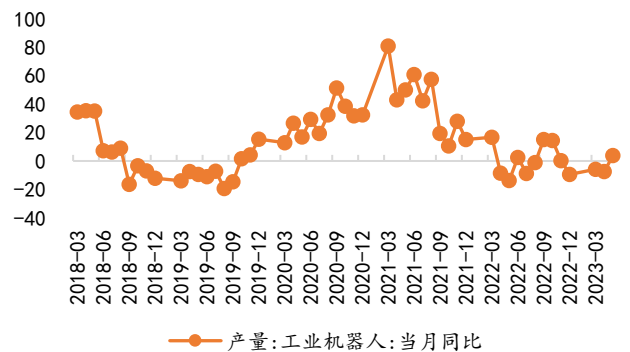
激光器处于通用制造领域，短期受益疫情后下游制造业的复苏。根据国家统计局数据，今年以来随着疫情影响消退，稳经济政策效应进一步显现，1 月 PMI 回升至 50.1%，2 月 PMI 扩张至 52.6%，达到 2016 年以来的最高水平，生产、在手订单、新订单指数均连续两个月回暖，此后有所回落。6 月份 PMI 为 49.0，相比上月提升 0.2pct，其中装备制造业 PMI 为 50.9%，相比 5 月提升 0.5pct，仍高于临界点，经济复苏下装备制造业延续扩张态势，激光器行业有望持续受益。

图38：今年以来 PMI 回暖，6 月份相比上月提升 0.2pct



资料来源：Wind，浙商证券研究所

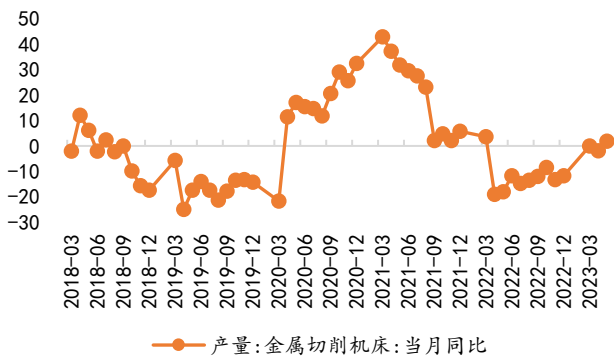
图39：2023 年 5 月我国工业机器人产量同比增长 3.8%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

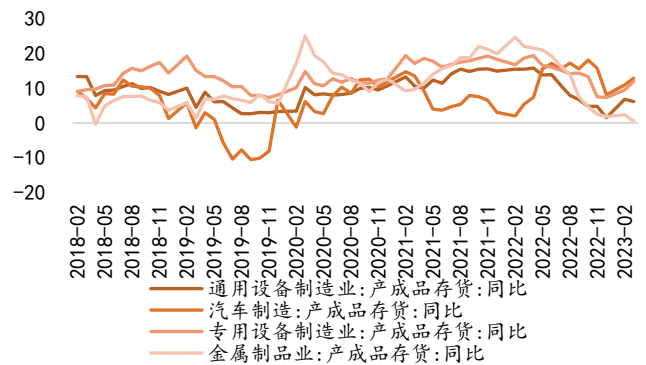
从相关行业来看，今年以来机器人与金属切削机床产量均有回暖趋势。用工业机器人、金属切削机床销量以及通用设备制造业产成品存货等月度数据指标，跟踪激光下游需求高频变化。根据国家统计局数据，5 月份我国工业机器人产量同比增加 3.8%，金属切削机床产量同比增加 1.9%，行业需求持续向好，同时年初以来汽车、通用设备、专用设备制造业产成品存货也保持上涨趋势。

图40: 2023年5月金属切削机床产量同比1.9%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

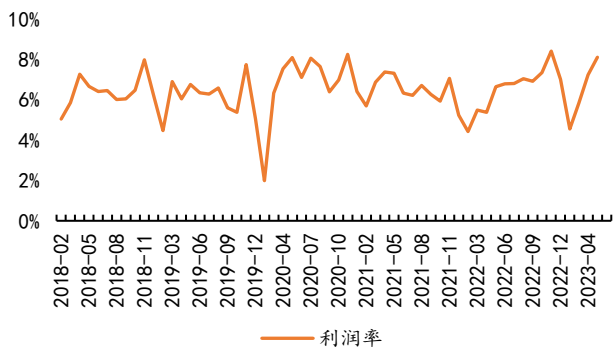
图41: 年初以来汽车和通用设备制造业产成品存货有上涨态势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

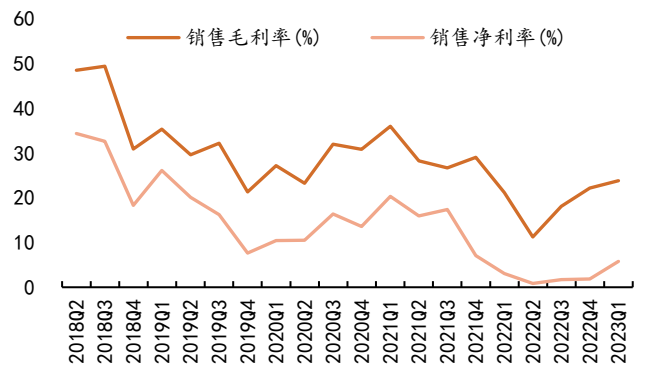
随着下游需求的复苏, 公司盈利水平有所回升。根据国家统计局数据, 随着疫情的消退, 下游需求复苏, 今年以来通用设备制造业整体利润率保持上升态势, 5月份达到8.1%。2023Q1锐科激光营收、归母净利润增速同比转正, 分别达到12%、111%, 同时盈利水平也持续回升, 毛利率23.77%, 同比提升2.58pct, 环比提升1.60pct; 净利率5.81%, 同比提升2.75pct, 环比提升3.98pct。我们判断行业价格战正在逐步过去, 公司盈利水平有望持续提升。

图42: 年初以来通用设备制造业利润率呈上升趋势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图43: 锐科激光毛利率、净利率有逐季修复趋势



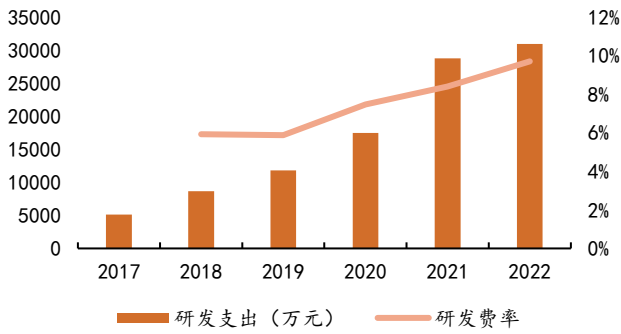
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.2 公司重视研发投入, 高功率、高端领域产品快速拓展

公司重视研发投入, 持续加大向高功率、高端领域的扩展。公司研发费用由2018年的0.87亿元提升至2022年的3.09亿元, 研发费用率从2018年的5.92%提升至2022年的9.69%。高研发投入推动了技术创新, 公司专利数量从2018年的153项提升至2022年的789项。

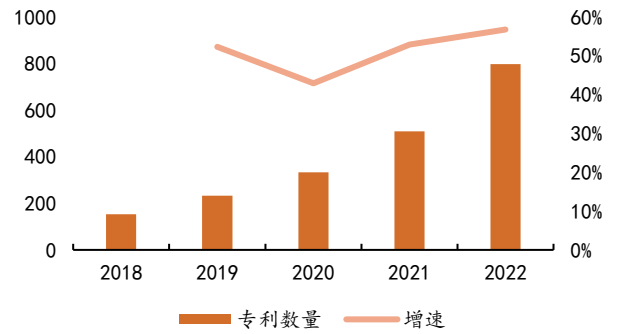
随着下游客户对加工要求逐渐提高, 高功率逐渐成为光纤激光器的发展方向。公司紧跟行业发展潮流, 从2008年以来陆续推出100W、1KW、4KW、6KW、10KW光纤激光器, 2021年公司完成国内首台100kW级超高功率光纤激光器的技术攻克并成功交付。2022年公司发布了面向汽车、船舶、航空航天等高端制造领域的高性能激光器“旗帜”品牌, 已经在7家头部车企形成了批量订单, 公司高端激光器品牌战略迈出关键一步。

图44: 公司重视研发投入, 2022年研发费用率达到9.69%



资料来源: wind, 浙商证券研究所

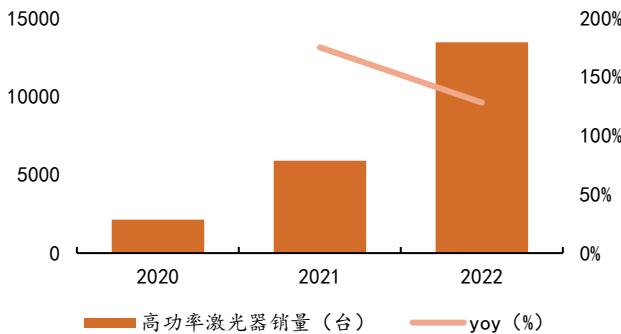
图45: 公司专利数量 2022年专利数量达到789项



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

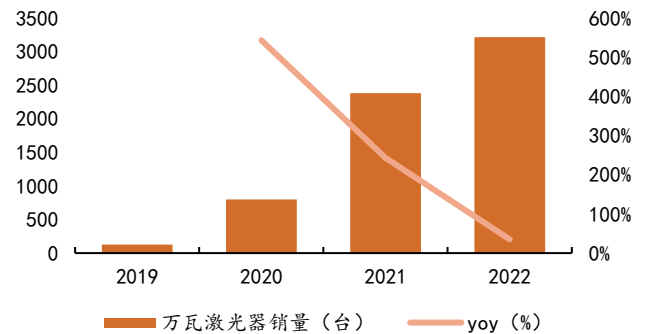
公司高功率激光器产品出货量已位居国内厂商头部, 未来有望持续扩展。2021年, 公司万瓦以上激光器产品销售超过 2,380 台, 同比增长 243%, 6000W 及以上高功率激光器销量超 5900 台, 同比增长 175%。2022 年公司高功率激光器产品销量约 1.3 万台, 同比增长 128%, 其中万瓦激光器销量约 3200 台, 同比增长 35%。公司高功率激光器产品有望持续扩展, 为公司业绩增长提供新动能。

图46: 2022年公司高功率激光器销量同比增长128%



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图47: 2022年公司万瓦激光器销量同比增长35%



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

公司不断完善产业布局, 研发生产能力进一步增强。公司目前已初步形成武汉、无锡、上海、黄石、嘉兴五地联动的产业发展格局, 同时无锡锐科的二期项目也于 2022 年 5 月正式投入使用。随着公司多项能力建设落地、积极调整产业空间布局, 公司研发生产能力将进一步增强。

4 盈利预测与估值分析

4.1 业务拆分与盈利预测

我们综合行业及公司过去几年经营情况, 做出以下关键假设:

1) **连续光纤激光器**: 根据中国科学院武汉文献情报中心发布的《中国激光产业发展态势分析与展望》数据, 预计 2023 年中国光纤激光器市场规模将达到 135.5 亿元, 同比增长 11%。随着激光在切割、焊接、打标等下游应用场景的不断扩展, 我们判断 2023-2025 年行业复合增速将维持在 10% 左右。根据《中国激光产业发展报告》数据, 凭借中低功率产品的逐渐成熟, 锐科在中国光纤激光器市场的份额从 2018 年的 17.8% 提升至 2022 年的 26.8%, 2022 年公司高功率激光器产品销量同比增长 128%, 远高于行业增速, 我们判断随着公司

高功率、高端产品战略的不断推进，市场份额有望进一步提升。综上，我们预计公司连续光纤激光器 2023-2025 年营收增速分别为 21%、20%、19%，毛利率在价格战趋缓背景下逐渐回升，分别为 22.5%、25.0%、27.0%。

2) **脉冲光纤激光器**：脉冲光纤激光器由于其产品特性主要用于打标市场，根据《中国激光打标机行业现状深度研究与发展趋势调研报告》数据，当前激光打标机价格降至 2-15 万，已基本符合大中小企业的接受能力，行业处于快速增长期，预计 2023-2025 年行业复合增速将达到 15%，高于光纤激光器市场整体增速。叠加高端、高功率产品市占率的提升，我们预计公司脉冲光纤激光器 2023-2025 年营收增速分别为 25%、23%、21%，毛利率在竞争加剧背景下小幅下滑，分别为 22%、21%、20%。

3) **超快激光器**：超快激光器具有极高的单脉冲能量、极高的峰值功率以及“冷加工”等特性，被广泛应用于显示和面板玻璃切割、FPC 覆盖膜切割、OLED 柔性显示材料切割、LED 晶元切割、半导体芯片切割等新兴应用领域。根据 2022 年中国激光产业发展报告数据，2021 年我国超快激光器市场规模达到 32 亿元，近五年复合增速达到 39%。2019 年公司通过收购国神光电进入超快激光器领域，2021 年市场份额仅为 3.5%，处于起步阶段，未来有望复制光纤激光器的成长路径。预计 2023-2025 年营收增速分别为 52%、42%、35%，毛利率在竞争加剧背景下小幅下滑，分别为 35%、32%、30%。

表4：公司分业务拆分及预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
连续光纤激光器 (亿元)	17.56	25.87	24.08	29.14	34.96	41.61
yoy	18.89%	47.32%	-6.92%	21.00%	20.00%	19.00%
毛利率	32.81%	29.71%	12.34%	22.50%	25.00%	27.00%
脉冲光纤激光器 (亿元)	3.39	3.37	4.25	5.31	6.53	7.91
yoy	5.61%	-0.59%	26.11%	25.00%	23.00%	21.00%
毛利率	12.41%	9.23%	22.42%	22.00%	21.00%	20.00%
超快激光器 (亿元)	0.55	1.12	0.79	1.20	1.70	2.30
yoy	129.17%	103.64%	-29.46%	51.90%	41.67%	35.29%
毛利率	51.30%	52.47%	39.90%	35.00%	32.00%	30.00%
技术开发服务 (亿元)	0.75	2.13	0.99	1.50	2.00	2.50
yoy	-35.90%	184.00%	-53.52%	51.52%	33.33%	25.00%
毛利率	17.74%	18.84%	34.61%	30.00%	30.00%	30.00%
其他 (亿元)	0.91	1.60	1.78	2.85	4.27	5.98
yoy	30.00%	75.82%	11.25%	60.00%	50.00%	40.00%
毛利率	14.92%	63.79%	66.18%	65.00%	62.00%	60.00%
合计 (亿元)	23.17	34.10	31.89	40.00	49.47	60.29
yoy	15.27%	47.17%	-6.48%	25.42%	23.68%	21.88%
毛利率	29.07%	29.35%	18.06%	26.12%	28.11%	29.59%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

综上，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 40.0、49.5、60.3 亿元，同比增长 25%、24%、22%，毛利率分别为 26.1%、28.1%、29.6%。

4.2 估值分析及投资建议

预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.6、5.2、6.9 亿元，同比增长 768%、45%、34%，CAGR=157%，对应现价 PE 为 45、31、23 倍。采用相对估值法进行测算，我们选取国内激光行业的杰普特、柏楚电子、华工科技、联创光电作为可比公司。

表5：可比公司估值（市值数据截至 2023 年 7 月 21 日收盘）

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
688025.SH	杰普特	75	0.77	1.67	2.49	3.42	98	45	30	22
688188.SH	柏楚电子	307	4.80	6.88	9.35	12.24	64	45	33	25
000988.SZ	华工科技	386	9.06	12.13	15.50	19.21	43	32	25	20
600363.SH	联创光电	155	2.67	4.50	6.13	7.90	58	34	25	20
PE 平均值							66	39	28	21
300747.SZ	锐科激光	158	0.41	3.55	5.16	6.94	388	45	31	23

资料来源：表中锐科激光、联创光电为浙商证券研究所测算，其余来自 Wind 一致盈利预测

参考同行业 4 家公司 2023-2025 年平均 PE 估值 39、28、21 倍，2023 年 PEG 1.0，公司上市以来 PE 估值中枢 80 倍，2023-2025 年 PE 估值分别为 45、31、23 倍，2023 年 PEG 仅为 0.3。今年以来经济复苏下装备制造业延续扩张态势，叠加下游新应用领域的不断扩展，激光行业有望逐渐进入景气区间，公司作为行业龙头，一季度盈利水平提升明显，首次覆盖，给予“买入”评级。

图48：上市以来公司的 PE 估值中枢为 80 倍



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5 风险提示

1) 价格战持续：

随着下游需求的复苏，2023Q1 公司盈利水平有所回升，行业价格战有趋缓迹象，如果未来价格战持续，将对公司业绩产生不利影响。

2) 高功率、高端市场扩展不及预期：

2022 年公司高功率激光器产品销量约 1.3 万台，同比增长 128%，其中万瓦激光器销量约 3200 台，同比增长 35%。如果未来公司高功率激光器产品扩展不及预期，将对公司业绩产生不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3849	3993	4691	5541
现金	774	368	368	475
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1543	1853	2211	2709
其它应收款	13	12	17	21
预付账款	78	66	85	107
存货	1108	1244	1563	1818
其他	334	451	448	411
非流动资产	1621	1826	2054	2332
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1048	1238	1448	1692
无形资产	128	140	160	190
在建工程	34	29	26	24
其他	411	418	419	426
资产总计	5470	5820	6745	7873
流动负债	2148	2056	2466	2892
短期借款	350	300	300	300
应付款项	1281	1181	1516	1862
预收账款	11	10	16	19
其他	505	566	635	711
非流动负债	162	150	161	158
长期借款	0	0	0	0
其他	162	150	161	158
负债合计	2309	2206	2628	3050
少数股东权益	101	125	169	238
归属母公司股东权益	3060	3489	3948	4585
负债和股东权益	5470	5820	6745	7873

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	288	(109)	413	594
净利润	58	379	560	763
折旧摊销	143	105	123	145
财务费用	11	12	15	14
投资损失	0	(5)	(2)	(2)
营运资金变动	487	(506)	(18)	(119)
其它	(411)	(93)	(265)	(207)
投资活动现金流	(128)	(307)	(346)	(413)
资本支出	(397)	(260)	(297)	(351)
长期投资	9	(6)	1	1
其他	260	(41)	(50)	(63)
筹资活动现金流	199	10	(67)	(73)
短期借款	230	(50)	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(31)	60	(67)	(73)
现金净增加额	359	(406)	(0)	108

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3189	3999	4947	6029
营业成本	2613	2955	3556	4245
营业税金及附加	11	17	20	24
营业费用	138	156	188	223
管理费用	77	88	99	115
研发费用	309	380	465	561
财务费用	11	12	15	14
资产减值损失	60	40	49	60
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	5	2	2
其他经营收益	41	64	66	57
营业利润	11	421	622	847
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	12	421	622	847
所得税	(46)	42	62	85
净利润	58	379	560	763
少数股东损益	17	24	44	69
归属母公司净利润	41	355	516	694
EBITDA	160	534	756	1003
EPS (最新摊薄)	0.07	0.63	0.91	1.22

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-6.48%	25.42%	23.68%	21.88%
营业利润	-97.98%	3666.33%	47.83%	36.18%
归属母公司净利润	-91.38%	768.46%	45.43%	34.38%
获利能力				
毛利率	18.06%	26.12%	28.11%	29.59%
净利率	1.82%	9.48%	11.33%	12.65%
ROE	1.31%	10.48%	13.36%	15.52%
ROIC	2.54%	10.13%	13.29%	15.69%
偿债能力				
资产负债率	42.22%	37.91%	38.96%	38.74%
净负债比率	15.89%	14.24%	12.13%	10.38%
流动比率	1.79	1.94	1.90	1.92
速动比率	1.28	1.34	1.27	1.29
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.71	0.79	0.82
应收账款周转率	4.83	5.23	5.21	5.27
应付账款周转率	3.53	3.50	3.70	3.65
每股指标(元)				
每股收益	0.07	0.63	0.91	1.22
每股经营现金	0.51	-0.19	0.73	1.05
每股净资产	5.40	6.16	6.97	8.09
估值比率				
P/E	387.84	44.66	30.71	22.85
P/B	5.18	4.54	4.01	3.46
EV/EBITDA	81.75	29.82	21.14	15.91

资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>