

2018年08月06日

# 国产光纤激光器领军企业，三大优秀基因造就全球激光龙头之路

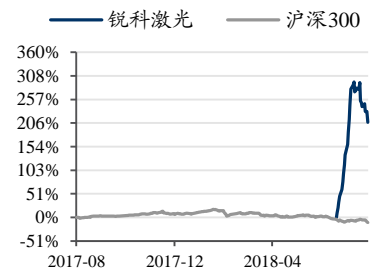
增持（首次）

投资要点

- 国内光纤激光器龙头，率先实现国产高功率量产突破：**公司主要产品包括脉冲光纤激光器、连续光纤激光器、直接半导体激光器等。公司是国内第一家专门从事光纤激光器及核心器件研发并实现规模化生产的企业，先后研制出我国第一台 25W 脉冲光纤激光器产品，第一台 100W、1000W、10000W 等连续光纤激光器产品并形成批量化生产，技术研发实力在国内同行业中保持领先水平。**受益连续光纤激光器井喷，公司业绩进入上升通道。2014-17 年收入复合增速 60%，利润复合增速 174%，**其中 2017 年营收 9.5 亿，同比+82.0%；归母净利润 2.8 亿，同比+211.2%。分产品看，公司连续光纤激光器为主要增长点，2017 年营收 7.2 亿，同比+111.8%，营收占比超过 75%，毛利率 51%，毛利占比达 83%。
- 激光器行业方兴未艾，国产替代空间广阔：**根据美国 Strategies Unlimited 报告，2017 年全球激光器市场规模达 124.3 亿美元，5 年复合增速 8.5%。目前国内企业主要集中中小功率激光器的竞争，据锐科招股书，2016 年国产低功率光纤激光器的市占率已达 85%；高功率产品目前 IPG 等国外龙头企业占比较高，进口替代空间广阔。而除了目前激光器主要应用的切割领域，在其他如焊接、清洗、3D 打印等领域也有广阔发展空间。
- 优秀基因 1，公司高功率产品突破壁垒，享进口替代蓝海：**公司是国内首批实现高功率激光器量产的企业，率先享受进口替代红利。近年公司产能利用率仍始终维持于高位。连续激光器产能近两年均维持在 97% 以上。2017 年销量达 5576 台，同比+103.8%；脉冲光纤激光器，近三年产能利用率均达到 110% 以上，2017 销量达 13994 台，同比+13.3%。
- 优秀基因 2，关键元件自制，铸企业高毛利护城河：**公司 2017 综合毛利率为 46.6%，领先于同行业公司，主要系毛利率较高的连续光纤激光器收入占比不断提高，以及关键元件（如泵浦源和无源光纤器件）实现自制、2017 年收购睿芯光纤均使直接材料成本得到有效控制。随着产品结构逐渐向更高功率发展，预计公司毛利率仍保持上升状态。
- 优秀基因 3，与国际龙头发展路径相仿，具备逐鹿全球能力：**目前锐科激光与国际龙头的发展路径基本相仿。首先依靠行业专家开拓研发，技术起家；后通过产业链垂直整合降低上游原材料成本，提升产品竞争力；未来加大布局高功率产品紧随行业风口。公司已经具备逐鹿全球的能力，有望在全球激光器行业实现更大突破。
- 盈利预测与投资评级：**公司作为国产大功率光纤激光器先行者，未来随着进口替代进一步提速，业绩有望持续高增长。预计公司 2018/2019/2020 年营收 16.3/24.8/32.8 亿元，归母净利润 4.71/7.55/10.32 亿元，对应 EPS 3.68/5.90/8.07 元，对应 PE 46/29/21X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**国产化不及预期；产品研发进度不及预期；次新股投资风险。

证券分析师 陈显帆  
执业证号：S0600515090001  
021-60199769  
chenxf@dwzq.com.cn  
证券分析师 倪正洋  
执业证号：S0600518070003  
021-60199793  
nizhy@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	168.51
一年最低/最高价	45.73/225.00
市净率(倍)	36.23
流通 A 股市值(百万元)	5392.32

## 基础数据

每股净资产(元)	4.65
资产负债率(%)	34.23
总股本(百万股)	128.00
流通 A 股(百万股)	32.00

## 相关研究

## 内容目录

1. 光纤激光器龙头，业绩迈入发展快车道.....	4
1.1. 深耕光纤激光器，高功率产品国内领先.....	4
1.2. 股权结构清晰，技术团队由行业专家领衔.....	4
1.3. 公司业绩迈入上升通道，盈利能力行业突出.....	5
1.3.1. 公司业绩实现高速增长，盈利能力行业领先.....	5
1.3.2. 三费状况良好，研发费用持续投入.....	6
2. 激光器行业方兴未艾，国产替代空间广阔.....	7
2.1. 技术成熟引领“光加工”时代，高端制造促行业未来发展.....	7
2.2. 光纤激光器为主流技术，市场空间可期.....	8
2.3. 整条产业链科技含量高，激光切割、焊接成为光纤激光器应用重点.....	9
2.4. 高功率激光器外企主导，国内企业主要集中于中小功率.....	11
3. 高功率国产突破+关键元件自制，优秀基因公司进口替代可期.....	12
3.1. 优秀基因 1: 突破高功率壁垒，享国内进口替代蓝海.....	12
3.2. 优秀基因 2: 关键元件自制，铸企业高毛利护城河.....	13
3.3. 优秀基因 3: 与国际龙头发展步调一致，具备逐鹿全球能力.....	14
4. 盈利预测与投资评级.....	15
4.1. 主要判断及假设.....	15
4.2. 盈利预测.....	16
4.3. 估值及投资建议.....	17
5. 风险提示.....	17

## 图表目录

图 1: 公司产品线丰富 .....	4
图 2: 航天三江控股, 专家领军奠定雄厚研发能力 .....	5
图 3: 公司业绩迈入发展快车道 .....	5
图 4: 连续光纤激光器为公司主要收入源 .....	5
图 5: 公司毛利率领先国内同行业企业 .....	6
图 6: 连续光纤激光器带动公司综合毛利率逐年向上 .....	6
图 7: 公司三费状况良好 .....	7
图 8: 研发费用持续高投入 .....	7
图 9: 全球激光器行业市场规模保持高增长 .....	8
图 10: 材料加工与通讯为激光器最主要下游 .....	8
图 11: 全球工业激光器市场规模增速明显 .....	9
图 12: 光纤激光器是最主要的激光器类型 .....	9
图 13: 光纤激光器发展迅猛 .....	9
图 14: 激光器行业产业链具有高关联度、高技术含量 .....	10
图 15: 切割是目前工业激光器在材料加工的主要应用 .....	11
图 16: 国内新能源汽车销量保持较高增长 .....	11
图 17: 2017 年国产低功率光纤激光器销量占比已达 97% .....	11
图 18: 2017 年国产中功率光纤激光器销量占比超过 60% .....	11
图 19: 国产高功率光纤激光器销量逐渐增加, 2017 年销量超过 500 台 .....	12
图 20: 公司脉冲激光器销量与产能状况 .....	13
图 21: 公司连续激光器销量与产能状况 .....	13
图 22: 脉冲激光器扩产计划 .....	13
图 23: 连续激光器扩产计划 .....	13
图 24: 脉冲激光器直接材料成本逐年下降 .....	14
图 25: 连续激光器毛利率保持高增长 .....	14
图 26: IPG 营收保持高增长态势 .....	14
图 27: IPG 在华收入占比逐年上升 .....	14
图 28: 连续光纤激光器有望保持持续高增长 .....	16
图 29: 锐科激光 PEG 较为合理 .....	17

## 1. 光纤激光器龙头，业绩迈入发展快车道

### 1.1. 深耕光纤激光器，高功率产品国内领先

国内光纤激光器龙头，高功率产品实现国产突破。公司主营业务包括为激光制造装备集成商提供各类光纤激光器产品和应用解决方案，并为客户提供技术研发服务和定制化产品。主要产品有脉冲光纤激光器、连续光纤激光器、直接半导体激光器等。公司是国内第一家专门从事光纤激光器及核心器件研发并实现规模化生产的企业，先后研制出我国第一台 25W 脉冲光纤激光器产品，第一台 100W、1000W、4000W、6000W 和 10000W 连续光纤激光器产品并形成批量化生产，技术研发实力在国内同行业中保持领先水平。

图 1：公司产品线丰富

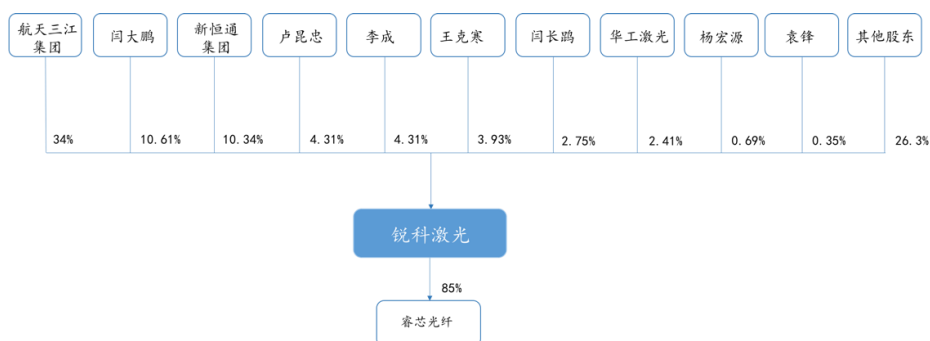


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

### 1.2. 股权结构清晰，技术团队由行业专家领衔

股权结构清晰，资深专家持股保证研发能力。公司创立于 2007 年，股权几经变更，现为航天三江集团控股的国有企业，航天三江集团占有股份 34%；副董事长兼总工程师闫大鹏、董事兼副总经理李成、副总经理兼董事会秘书卢昆忠 3 名高层入选国家“千人计划”，3 名“千人计划”人才均为光纤激光器及核心器件等领域的领军人物。公司以 3 名“千人计划”人才为核心，建立起以博士和硕士为主体的光纤激光器及核心器件的研发团队。公司唯一的控股子公司为睿芯特种光纤有限责任公司，睿芯光纤为航天三江集团控制下的企业，主要从事特种光纤的研发和生产。

图 2：航天三江控股，专家领军奠定雄厚研发能力



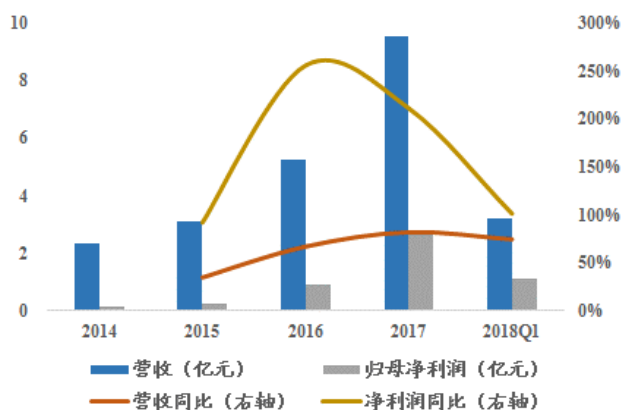
数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.3. 公司业绩迈入上升通道，盈利能力行业突出

#### 1.3.1. 公司业绩实现高速增长，盈利能力行业领先

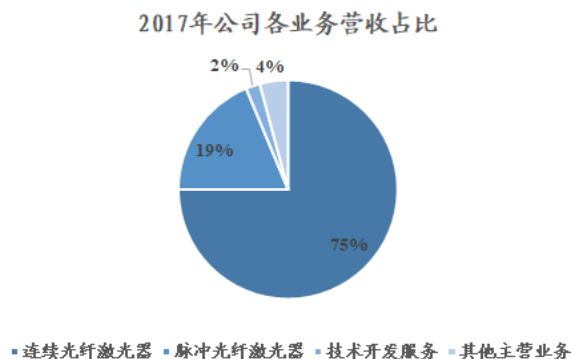
受益连续光纤激光器收入井喷，公司迈入上升通道。2014-17 年公司收入由 2.3 亿元增长至 9.5 亿元，复合增速 60.2%，归母净利润由 0.13 亿元增至 2.77 亿元，利润复合增速 174.3%。2017 年公司实现营收 9.5 亿元，同比+82.0%；实现归母净利润 2.8 亿元，同比+211.3%。分产品看，公司连续光纤激光器为主要收入增长点，2017 年实现营收 7.2 亿元，同比大幅增加 110.1%，营收占比超过 75%；脉冲光纤激光器收入 1.8 亿元，同比+13.6%。2018 年 Q1，公司实现营收 3.2 亿元，同比+74.6%，归母净利润 1.1 亿元，同比+101.4%，保持高增长态势。

图 3：公司业绩迈入发展快车道



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 4：连续光纤激光器为公司主要收入源

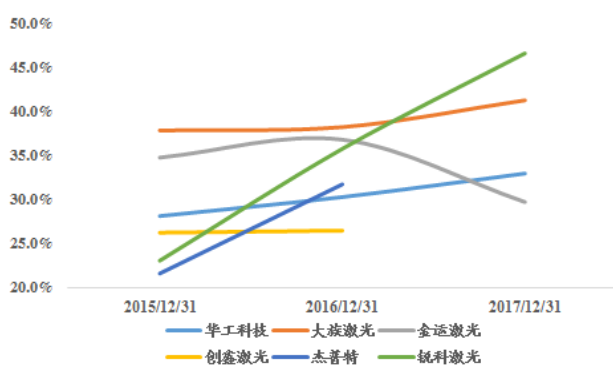


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所



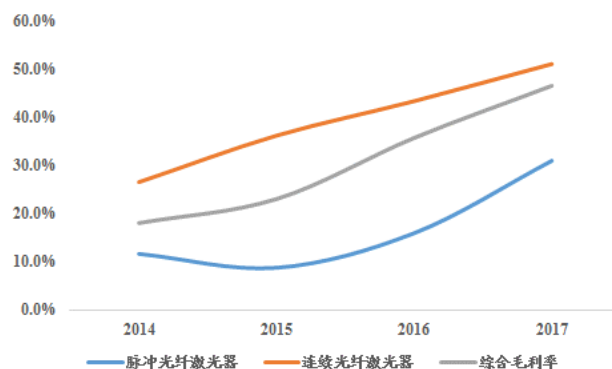
**产品附加值高+关键元件自制,公司毛利行业领先。**根据公司招股说明书,公司 2017 综合毛利率为 46.6%,同比+10.9pct,领先于同行业企业。公司毛利率实现快速增长主要系毛利率较高的连续光纤激光器收入占比不断提高,以及关键元件实现自制,使成本得到有效控制。其中,连续光纤激光器 2017 年毛利率达 51.1%,同比+7.7pct。一方面,由于连续光纤激光器技术门槛高带来固有的高附加值;另一方面,公司已逐步实现其核心部件(如泵浦源、无源光纤器件)的自制,以及 2017 年收购睿芯光纤后特种光纤等直接材料成本走低等因素,均使连续光纤激光器毛利率维持高位。

图 5: 公司毛利率领先国内同行业公司



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 6: 连续光纤激光器带动公司综合毛利率逐年向上

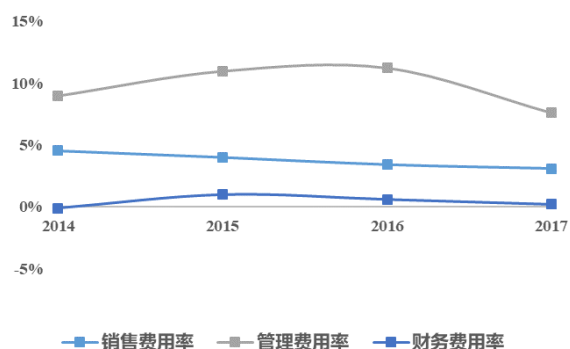


数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

### 1.3.2. 三费状况良好, 研发费用持续投入

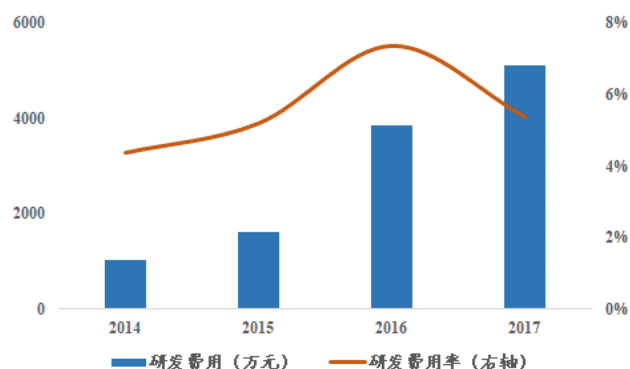
公司在实现毛利率增长同时,有效的控制了三费的支出。从 2015 年起,三费占总营业收入的比重持续降低。其中,管理费用在三费中占比最大,主要是因为管理费用中包含了研发费用,2015/2016/2017 的研发费用分别占管理费用的 47%/65%/71%。财务费用中主要包括利息净支出,利息净收入以及银行手续费,公司近 4 年的财务费用支出都控制在较低水平。销售费用中占比比较高的为职工薪酬,公司努力提高公司员工的待遇,留住核心人才。

图 7: 公司三费状况良好



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 8: 研发费用持续高投入



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

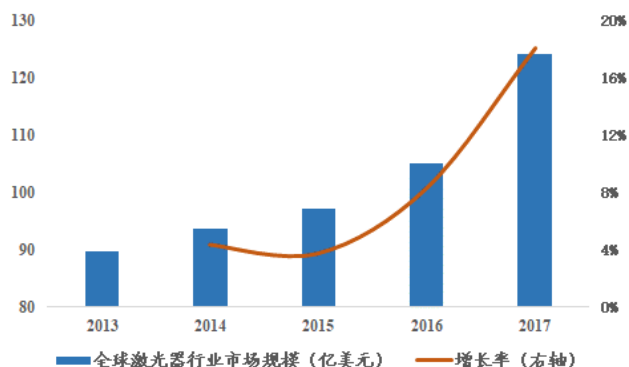
## 2. 激光器行业方兴未艾, 国产替代空间广阔

### 2.1. 技术成熟引领“光加工”时代, 高端制造促行业未来发展

**激光技术历史长, 高端制造促未来发展。**1960 年随着第一台激光器的问世, 激光技术正式登上舞台。经过近 60 年的发展, 激光现已在多个领域取得突破性成就。分下游看, 激光主要应用于材料加工、通讯、医疗、军事等领域。在装备制造领域, 高功率激光设备在航空、航天、汽车、高铁、船舶等高端装备制造等领域的切割、焊接、测量、打标等环节发挥着越来越重要的作用, 激光加工工艺已基本完成了对传统加工工艺的替代更新, 进入“光加工”时代。此外随着《中国制造 2025》成为未来十年国内制造业发展的行动纲领, 高端装备制造、新能源、新兴信息技术等相关产业政策陆续发布, 新兴产业将成为国家经济增长的重要动力, 为激光器行业提供了广阔的市场增长空间。

**市场空间突破百亿美元, 材料加工与通讯为最重要下游。**根据美国 Strategies Unlimited 的报告, 2013-2017 年全球激光器行业市场规模持续增长, 从 2013 年的 89.7 亿美元增加至 2017 年的 124.3 亿美元, 年复合增长率为 8.50%。分下游看, 材料加工与通讯是激光技术应用的最重要领域, 收入占比分别高达 42% 与 34%。随着高功率激光器技术突破和增材制造技术的成熟, 预计未来激光器行业仍将保持高增长态势。

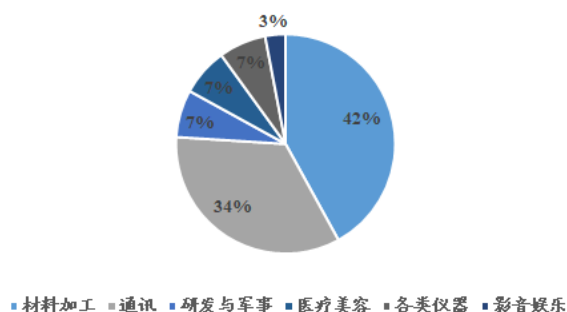
图 9：全球激光器行业市场规模保持高增长



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 10：材料加工与通讯为激光器最主要下游

2017 年全球激光器下游分布



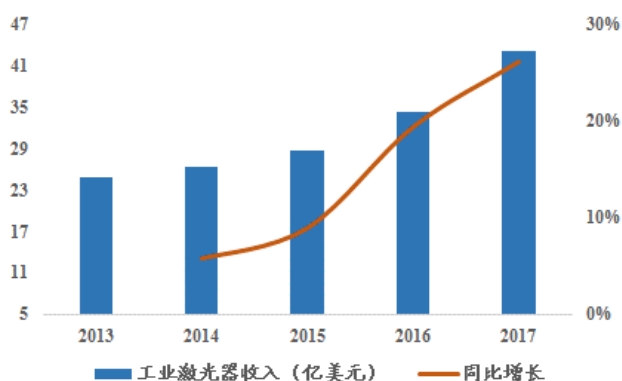
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

## 2.2. 光纤激光器为主流技术，市场空间可期

光纤激光器发展迅猛，领跑全球工业激光器。按照激光器的工作物质可将工业激光器分为气体激光器、液体激光器、固体激光器、半导体激光器等。光纤激光器属于新一代固体激光器，与传统固体激光器相比，光纤激光器具备转换效率高、结构简单紧凑、光束质量好等优势。按照工作模式的不同，又可将光纤激光器分为连续光纤激光器与脉冲光纤激光器。全球工业激光器市场规模保持快速增长，2013 年全球工业激光器收入为 24.87 亿美元，2017 年增长至 43.14 亿美元，年复合增长率为 14.76%。目前光纤激光器在工业激光器中的市场份额保持领先地位，市场份额已达 47.26%。受益于全球工业激光器市场规模的快速增长，占据领先地位的光纤激光器市场将获得更好发展。全球光纤激光器收入已从 2013 年的 8.41 亿美元增加至 2017 年的 20.39 亿美元，年复合增长率为 24.78%。全球光纤激光器市场发展迅猛，预计 2021 年光纤激光器市场规模将达到 28.85 亿美元。

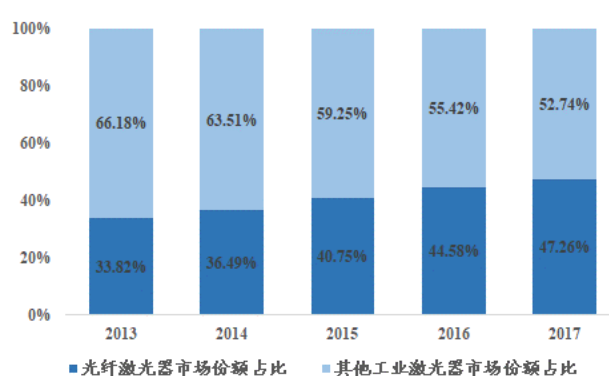


图 11: 全球工业激光器市场规模增速明显



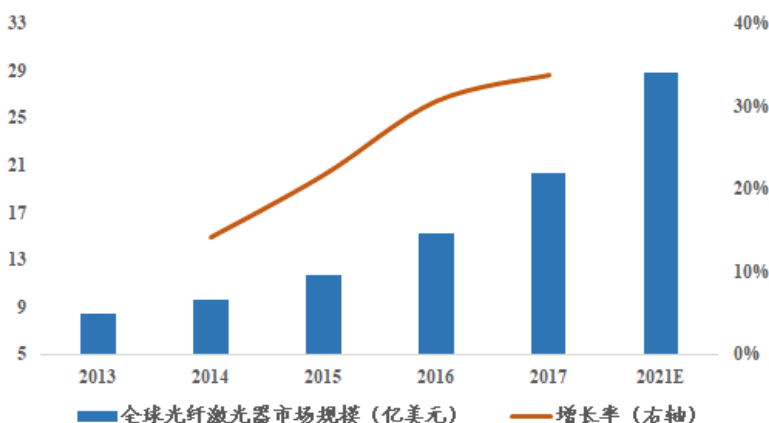
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 12: 光纤激光器是最主要的激光器类型



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 13: 光纤激光器发展迅猛

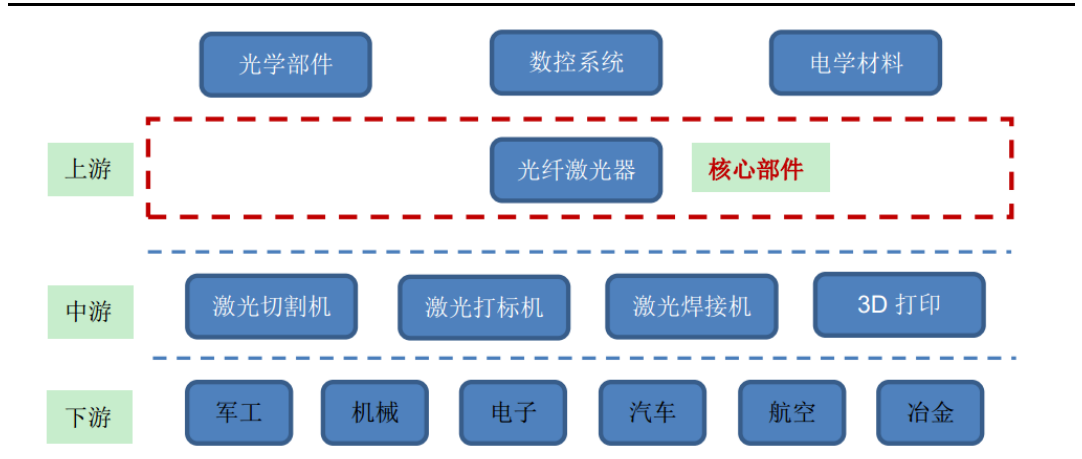


数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

### 2.3. 整条产业链科技含量高, 激光切割、焊接成为光纤激光器应用重点

**产业链上下游联系紧密, 科技含量高。**激光器产业链上游主要为提供组成激光器所需的光学元件、电学材料、数控系统的企业。光学元件以激光器泵浦源、光学镜片、激光工作物质等为主, 其中泵浦源与激光工作物质成本占比较高。该领域国内主要上市企业有东骏激光、镭之源、光库科技等; 中游企业主要为激光器生产商, 将从上游购置的部件进行系统集成、调试检测, 最终生产出成品的激光器产品。目前国内上市激光器生产商较少, 代表企业为锐科激光等, 国内其他竞争对手主要有创鑫激光、杰普特等。国际知名激光器生产商为 IPG、Coherent 等; 下游主要为激光应用领域, 即以激光器为核心部件, 通过集成其他配套机械组件而形成的直接应用于实际生产、加工的产品, 例如激光切割机、激光焊接机、激光打标机等。激光应用领域直接面向最终客户, 国内代表企业有大族激光、华工科技、联赢激光、金运激光等。

图 14: 激光器行业产业链具有高关联度、高技术含量

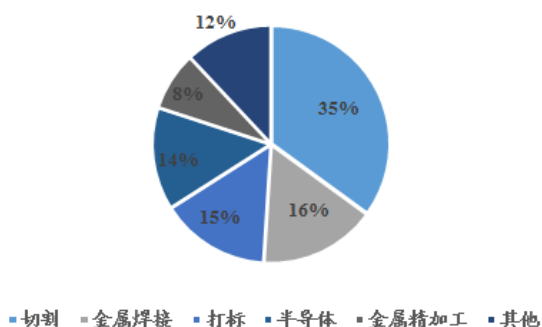


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

**激光切割占据主流应用市场，未来发展突破点看激光焊接。**材料加工是激光技术应用的最重要领域，在材料加工方面，工业激光器主要用于切割、打标、金属精加工、金属焊接等，其中，切割和打标是最重要的两个应用领域。2017 年全球工业激光器在材料加工上的应用中，切割应用占 35%，激光焊接占 16%。<sup>①</sup>作为目前最主要的应用领域，切割市场约占激光器下游市场的 70%。在切割市场中，厚板主要使用 CO2 激光器切割，但在薄板切割上，CO2 激光器切割效率低、运行成本高，而高功率光纤激光器切割速度快，加工量较大的地方使用高功率光纤激光器切割较多。因此，由于在一些产品使用上挤占了 CO2 激光器，光纤激光器近几年发展迅速。<sup>②</sup>激光焊接主要应用于新能源汽车产业的动力电池，2015-2017 年国内新能源汽车销量大幅增长，2017 年国内新能源汽车销量高达 76.78 万辆，同比增长 53.03%，2018H1 为 40.89 万辆，同比增长 112.12%。新能源汽车的发展将带动锂电设备的增长，进而拉动激光焊接和相应设备需求。除此之外，在车身焊接上，欧美国家使用激光焊接的量比国内多，国内仍然有较高的发展空间。因此，光纤激光器未来增长的突破点在激光焊接领域。

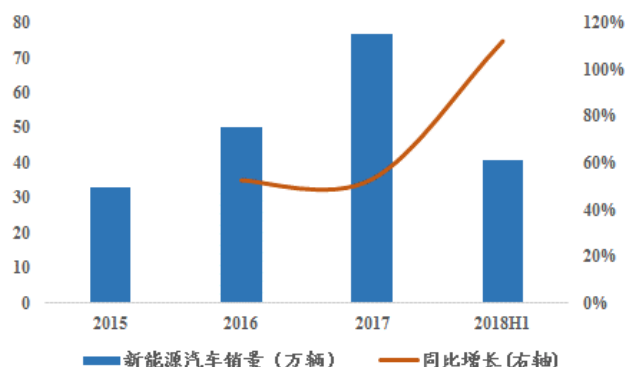
图 15: 切割是目前工业激光器在材料加工的主要应用

2017年全球工业激光器材料加工用途构成



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 16: 国内新能源汽车销量保持较高增长



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2.4. 高功率激光器外企主导, 国内企业主要集中于中小功率

国产激光器集中于中小功率; 高功率国外主导, 进口替代空间大。激光器按照输出功率大小可以分为高功率激光器、中功率激光器、低功率激光器。其中高功率激光器平均输出功率可以达到 1000W 及以上; 中小功率激光器指平均输出功率低于 1000W 的产品。目前对于高功率激光器领域, 主要仍由外国企业主导, 例如 IPG、Coherent 等; 国内激光器厂商主要集中于中小功率激光器领域。根据锐科激光招股说明书, 2016 年国产低功率光纤激光器的市占率已达 85%。2017 年国产化率进一步提升, 根据 BOS PHOTONICS 提供的数据, 2017 年国产低功率光纤激光器销量占比达 97%, 中功率光纤激光器销量占比超过 60%, 高功率光纤激光器仍以进口为主, 但国产销量已有 500 台。未来随着激光焊接、深雕、清洗等技术对于激光器功率要求的进一步提高, 高功率激光器市场份额也将得到充分释放, 进口替代空间广阔。

图 17: 2017 年国产低功率光纤激光器销量占比已达 97%

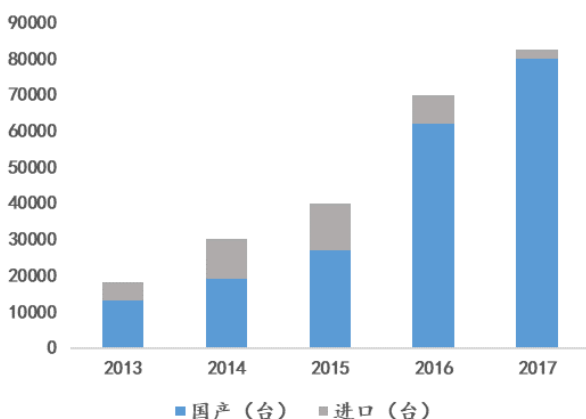
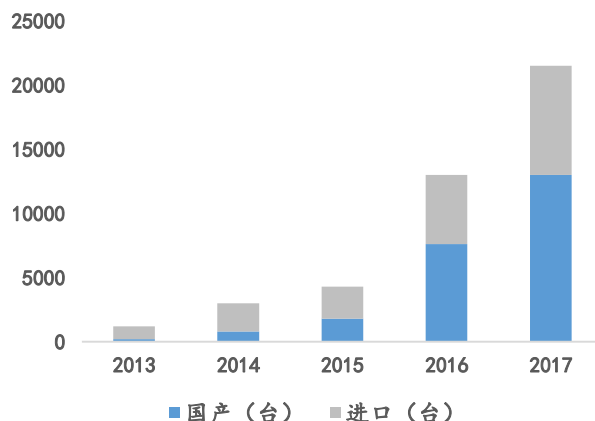


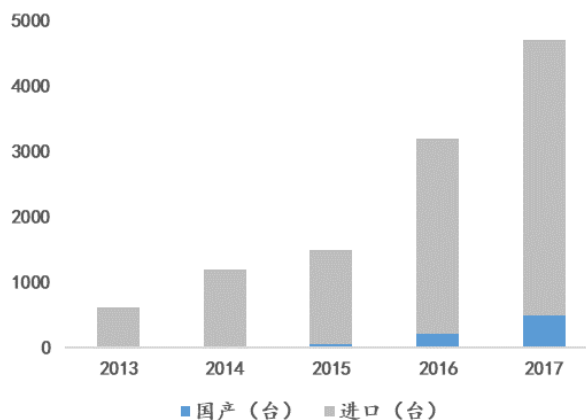
图 18: 2017 年国产中功率光纤激光器销量占比超过 60%



数据来源：BOS PHOTONICS，东吴证券研究所

数据来源：BOS PHOTONICS，东吴证券研究所

图 19：国产高功率光纤激光器销量逐渐增加，2017 年销量超过 500 台



数据来源：BOS PHOTONICS，东吴证券研究所

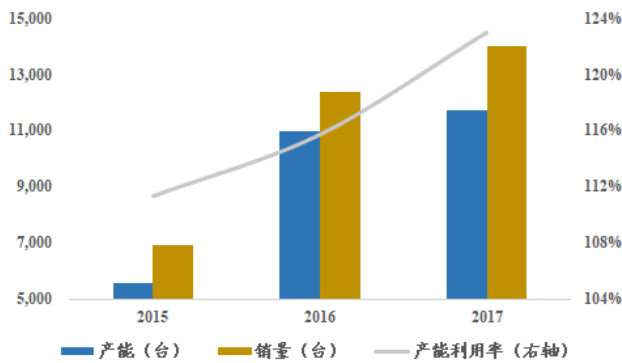
### 3. 高功率国产突破+关键元件自制，优秀基因公司进口替代可期

#### 3.1. 优秀基因 1：突破高功率壁垒，享国内进口替代蓝海

**国产化开拓者，国内首家实现量产高功率连续光纤激光器企业。**公司作为国内光纤激光器龙头，先后研制出我国第一台 100W、1000W、4000W、6000W 和 10000W 连续光纤激光器并实现量产，研发能力保持与同行业前列。公司成立前，国内的光纤激光器完全依赖进口。目前，公司实现了 200W 以内脉冲和 6000W 以内连续两大系列光纤激光器的规模化生产，以及 6000W 以上连续光纤激光器的小批量生产，打破了国外少数厂商的技术封锁和价格垄断，并开始出口美国、德国、日本、韩国、俄罗斯等四十多个国家和地区。

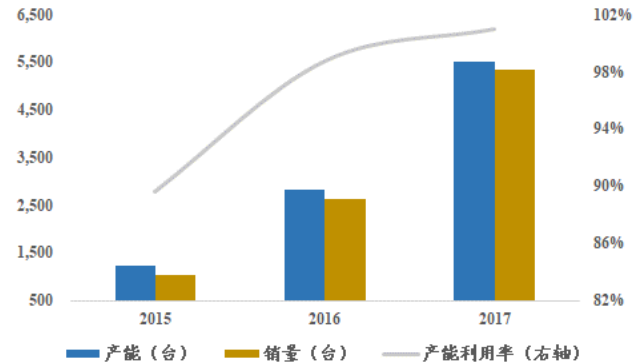
**产能利用率维持高位，享进口替代红利销量高歌猛进。**近年公司在不断扩充产能的前提下，产能利用率仍始终维持于高位。连续激光器方面，产能近两年均维持在 97% 以上；随着产能的不断扩大，销量也由 2015 年的 1033 台提高至 2017 年的 5337 台，年均复合增长率超过 125%；脉冲光纤激光器方面，由于订单量充足带来的生产时间延长，公司近三年产能利用率均达到 110% 以上；销量同样随着产能的扩充得到突破式进展，由 2015 年的 6924 台增长至 2017 年的 13994 台，年均复合增长率超过 40%。

图 20: 公司脉冲激光器销量与产能状况



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 21: 公司连续激光器销量与产能状况



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

**募投项目扩充产能, 公司实力将进一步加强。**根据公司招股说明书披露的募集资金运用方案, 公司将首次公开发行所获资金用于激光器产能扩充等方面。由于目前国内激光器市场需求旺盛, 产能的进一步提高预计将有效转化为销量, 为公司的市占率带来进一步提升, 国产替代步伐有望提速。

图 22: 脉冲激光器扩产计划

序号	产品	达产产能 (台/套)
1	100W 脉冲光纤激光器	3,000
2	200W 脉冲光纤激光器	500
3	300W 脉冲光纤激光器	100
4	500W 脉冲光纤激光器	60
5	1,000W 脉冲光纤激光器	30
6	2,000W 脉冲光纤激光器	10
7	皮秒脉冲光纤激光器	200
8	飞秒脉冲光纤激光器	30

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 23: 连续激光器扩产计划

序号	产品	达产产能 (台/套)
1	1,000W 连续光纤激光器	3,000
2	2,000W 连续光纤激光器	1,500
3	3,000W 连续光纤激光器	300
4	4,000W 连续光纤激光器	240
5	6,000W 连续光纤激光器	100
6	8,000W 连续光纤激光器	30
7	10,000W 及以上光纤激光器	20
	合计	5,190

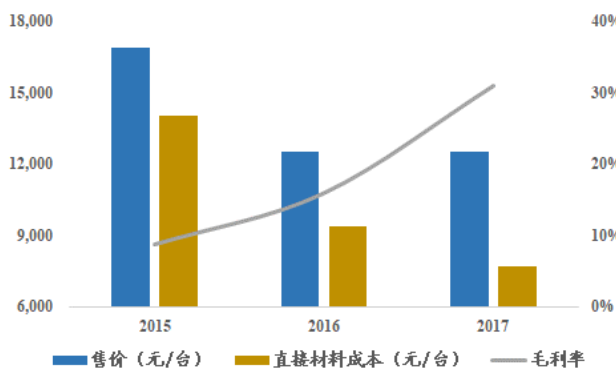
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

### 3.2. 优秀基因 2: 关键元件自制, 铸企业高毛利护城河

2015-17 年, 公司直接材料成本占主营业务成本比例在 80% 以上, 而其中主要原材料包括有源光纤、泵浦源、光纤元件等。其中, 泵浦源在原材料中占比一直在 30% 以上, 有源光纤占比一直在 16% 以上。公司通过持续研发, 掌握关键技术和工艺, 公司逐步实现了部分连续光纤激光器原材料的自制, 如泵浦源、激光传输光缆组件、耦合器等。此外, 通过部分原材料自制及原材料的大批量采购, 原材料成本下降幅度大于产品降价幅度, 使得光纤激光器产品的整体毛利率能逐步提高。2017 年 3 月, 公司收购睿芯光纤,

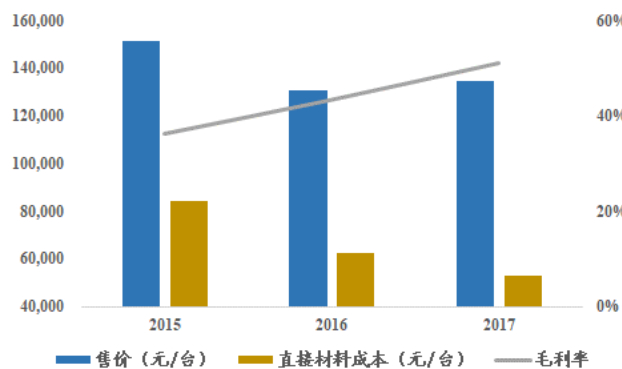
睿芯光纤为航天三江集团控制下的企业，主要从事光纤的研发和生产，已成功自主研制多款特种光纤产品，满足光纤激光器生产需求。公司通过加大睿芯光纤的采购，降低光纤采购成本，提升整体毛利率。

图 24: 脉冲激光器直接材料成本逐年下降



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 25: 连续激光器毛利率保持高增长

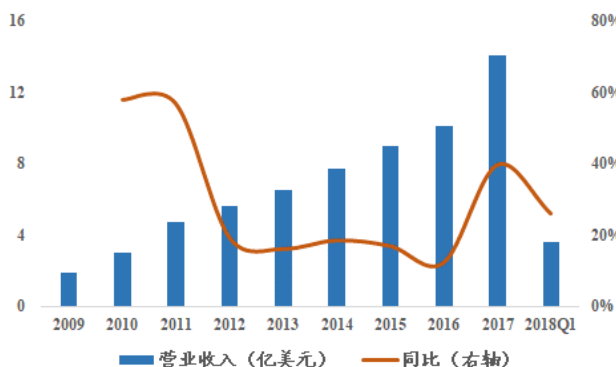


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

### 3.3. 优秀基因 3: 与国际龙头发展步调一致，具备逐鹿全球能力

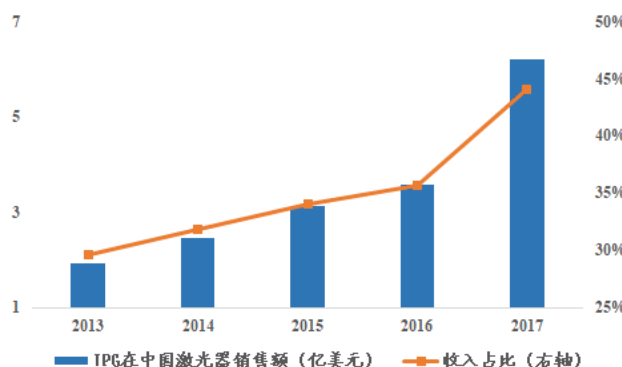
目前国外主要的光纤激光器企业包括 IPG、Coherent、Trumpf、NLight 等，其中 IPG 是目前全球光纤激光器绝对龙头。根据 IPG 最新发布的 2018 年一季报，2018 年 Q1 共实现营收 3.6 亿美元，同比+26%；归母净利润 1.1 亿美元，同比+42%。收入与业绩的大幅提升主要受益于市场对大功率激光器的需求放量，其中又以中国切割领域所需的高功率激光器为主要增长点，2018 年 Q1 中国区收入同比+29%，收入占比约达 42%。

图 26: IPG 营收保持高增长态势



数据来源：IPG 年报，东吴证券研究所

图 27: IPG 在华收入占比逐年上升



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

同为技术基因强大的高科技企业。IPG 由 Valentin Gapontsev 博士于 1991 年创建，



是全球第一家实现光纤激光器产业化的企业。Valentin Gapontsev 博士于 1939 年出生于莫斯科，先后获得物理和数学双博士学位。在成立 IPG 公司之前，他已是激光材料物理领域的资深科学家，并担任苏联科学院无线电工程及电子科学研究实验室的负责人。他在固体激光材料、激光光谱学以及稀土离子之间的无辐射热损失能量转移等领域拥有超过 30 年的学术研究经验，且是许多科学出版物的作者和一些国际专利的持有者。而锐科激光同样具备强大的技术基因，公司副董事长兼总工程师闫大鹏、董事兼副总经理李成、副总经理兼董事会秘书卢昆忠 3 名高层次人才入选国家“千人计划”，均为光纤激光器及核心器件等领域的领军人才。以 3 名“千人计划”人才为核心，公司建立起以博士和硕士为主体的光纤激光器及核心器件的研发团队，并于 2014 年入选国家重点领域创新团队。

**高功率开拓者，保持尖端技术第一梯队。**在激光器逐渐走向高功率的大趋势下，IPG 成为最早一批致力于量产高功率产品的开拓者。早在 2009 年，IPG 便开发出万瓦级别的光纤激光器。如今高功率激光器已成为 IPG 的关键增长极。2017 年 IPG 高功率连续光纤激光器营收 8.7 亿美元，同比+49.9%，占比已超过 60%。与之对应，锐科激光同样注重高功率激光器的开拓，早在 2013 年，公司成功研发出我国首台 1 万瓦光纤激光器，成为继美国之后全球第二家掌握此核心技术的企业。而本次新股募集资金，公司预计投资 5.8 亿元，重点进行大功率光纤激光器开发拓展。此外，公司基于对半导体激光器发展前景的看好，预计将投入 5.4 亿元，面向中高功率半导体激光器产业化的研发与应用。可以看到，公司技术水平不仅长期处于国内领先地位，而且在国际上也处于第一梯队，通过不断在最前沿技术上的突破，持续保持龙头领先地位。

**全产业链布局保证市场竞争力。**IPG 公司经过二十多年的发展逐步形成了光纤激光器上下游产业链的垂直整合。其中在关键元件领域，IPG 已实现增益光纤、半导体泵浦源、光纤元器件等自产；激光应用领域，IPG 已拓展到光纤激光器下游产业链的一些特种激光加工装备。上游核心元件的自产降低了 IPG 激光器的成本、更快速地扩大生产规模；下游激光应用设备的开拓使 IPG 直接面向终端客户，附加价值高，并有效保证了市场竞争力。与之相类似的，锐科目前在泵浦源、光纤合束器、激光传输光缆组件、特种光纤等核心元器件和材料逐渐实现自产。

通过以上几个方面可以看出，目前锐科激光与国际龙头的发展路径基本相仿。首先依靠行业专家开拓研发，技术起家；后通过产业链垂直整合降低上游原材料成本，提升产品竞争力；未来加大布局高功率产品紧随行业风口。我们认为，锐科激光具备着高科技企业的优秀基因，国产化品牌进口替代前景可期。

## 4. 盈利预测与投资评级

### 4.1. 主要判断及假设

一：连续光纤激光器预计持续量价齐升。

1: 高功率激光器占比持续提升。连续光纤激光器分为高中低功率，随着公司产品线中高功率激光器占比逐渐提升，其价值量、毛利率水平均较中、低功率激光器较高，因此，结构优化预计将带来公司毛利率的提升。

2: 核心部件自制提升盈利空间。在原材料中，泵浦源、光纤两部分在采购中占比最高，公司通过自主研发、以及关联企业的合并，逐渐实现核心部件的自制，当然，由于产能限制，以及部分技术含量较低，公司并未达成所有核心部件的自制。但公司通过掌握核心部件的设计生产，盈利能力具备提升空间。

3: 市场高景气，规模效应显著。如前分析，目前连续光纤激光器处于快速发展期，在切割、打标、焊接等领域均保持高增速。行业的增长带动企业收入规模的提升，带动单位产值的提升；更多的原材料采购为公司带来更大的议价空间。在此规模效应下，预计公司毛利率提升仍有较大空间。

二：脉冲光纤激光器稳中有升。脉冲光纤激光器在 2015 年之前是公司主要产品，由于市场较为稳定，公司凭借自身较强竞争力，仍实现收入的稳步提升，而与连续激光器类似的，通过设备自制等方式，公司盈利能力增速较快，预计仍具备提升空间。

三：其他领域。如公司招股书所述，公司未来将在高功率连续激光器与中高功率半导体激光器领域拓展。预计半导体激光器将成为公司未来业务新增长极。

图 28: 连续光纤激光器有望保持持续高增长

营业收入拆分（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
连续光纤激光器	718.74	1,365.61	2,184.97	2,949.71
脉冲光纤激光器	175.35	192.89	212.17	233.39
技术开发服务	19.83	23.80	28.56	34.27
其他主营业务	37.26	44.71	53.65	64.39
其他业务	0.65	0.78	0.94	1.12
总计	951.83	1,627.78	2,480.29	3,282.87

数据来源：wind，东吴证券研究所预测

## 4.2. 盈利预测

公司作为国产大功率光纤激光器先行者，未来随着进口替代进一步提速，业绩有望持续高增长。预计公司 2018/2019/2020 年营收 16.3/24.8/32.8 亿元，归母净利润 4.71/7.55/10.32 亿元，对应 EPS 3.68/5.90/8.07 元。

### 4.3. 估值及投资建议

由于激光器行业为新兴行业，目前在 A 股主板上市企业为数不多。从主营产品、企业规模考虑，锐科激光与华工科技、大族激光市值均在 100 亿以上，具有可比性；

金运激光、金华激光等因市场覆盖度相对较小，市场一致预期数据不可得，且公司市值与锐科激光相比有较大差别，因此我们认为不具备估值类比的条件。

因此，我们重点将锐科激光与大族激光、华工科技进行对比。

图 28: 锐科激光 PEG 较为合理

代码	简称	总市值 (亿元)	2018年利润 一致预期(亿元)	2018年PE	2018年 利润增速	预测PEG
000988.SZ	华工科技	139.9	4.43	32	36.6%	0.862
002008.SZ	大族激光	439.1	21.91	20	31.6%	0.635
300747.SZ	锐科激光	215.7	4.62	47	66.6%	0.702

数据来源: wind, 东吴证券研究所整理

可以看到，锐科激光的 2018 年预计 PE 值 47 倍，较华工科技、大族激光高，但由于其业绩增速较快，导致其 PEG 为 0.70，低于华工科技、高于大族激光。因此，基于其业务的高增速，我们认为当前公司估值水平较为合理。

总之，我们认为，目前锐科激光估值较为合理，预计公司 2018/2019/2020 年营收 16.3/24.8/32.8 亿元，归母净利润 4.71/7.55/10.32 亿元，对应 EPS 3.68/5.90/8.07 元，对应 PE 46/29/21X。基于对激光行业、以及公司自身业务高增长的看好，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 5. 风险提示

**国产化不及预期:** 目前激光器行业仍未国外先进企业主导的市场格局，若国内激光器产业发展不及预期，可能导致进口替代进度持续不及预期；

**产品研发进度不及预期:** 激光器行业为技术密集型行业，研发进展对于企业竞争力尤为重要。若公司在研发中的进展不及预期，将导致企业未来业务推广进度受阻。

**次新股投资风险:** 作为新上市的公司，目前换手率较高，资金博弈较为激烈。持有公司股票的资金波动性较大，增加了投资公司所带来收益的不确定性。

## 锐科激光三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>577.4</b>	<b>1092.0</b>	<b>2331.4</b>	<b>3088.5</b>	<b>营业收入</b>	<b>951.8</b>	<b>1627.8</b>	<b>2480.3</b>	<b>3282.9</b>
现金	166.3	349.5	135.9	138.2	减:营业成本	508.3	856.5	1253.8	1613.6
应收账款	196.3	366.5	477.5	682.8	营业税金及附加	10.1	13.1	22.5	30.4
存货	197.0	338.6	477.9	626.0	营业费用	29.4	57.0	82.6	108.5
其他流动资产	17.8	37.4	1240.1	1641.4	管理费用	75.7	179.3	248.3	328.6
<b>非流动资产</b>	<b>189.4</b>	<b>229.9</b>	<b>255.5</b>	<b>283.1</b>	财务费用	1.9	-3.9	4.9	7.6
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	加:投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	146.1	186.9	212.7	240.6	其他收益	-1.0	18.3	10.3	10.3
无形资产	28.3	28.0	27.7	27.4	<b>营业利润</b>	<b>325.4</b>	<b>544.0</b>	<b>878.4</b>	<b>1204.6</b>
其他非流动资产	15.1	15.1	15.1	15.1	加:营业外净收支	0.7	10.0	10.0	10.0
<b>资产总计</b>	<b>766.8</b>	<b>1321.9</b>	<b>2586.9</b>	<b>3371.6</b>	<b>利润总额</b>	<b>326.1</b>	<b>554.0</b>	<b>888.4</b>	<b>1214.6</b>
<b>流动负债</b>	<b>192.5</b>	<b>380.3</b>	<b>1063.1</b>	<b>1055.4</b>	减:所得税费用	46.5	83.1	133.3	182.2
短期借款	0.0	0.0	568.5	393.2	少数股东损益	2.4	0.0	0.0	0.0
应付账款	74.3	216.7	265.2	328.4	<b>归属母公司净利润</b>	<b>277.2</b>	<b>470.9</b>	<b>755.1</b>	<b>1032.4</b>
其他流动负债	118.2	163.6	229.4	333.8	EBIT	331.8	522.1	873.3	1202.1
<b>非流动负债</b>	<b>48.0</b>	<b>62.1</b>	<b>77.9</b>	<b>96.0</b>	EBITDA	353.0	531.5	884.9	1215.6
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	48.0	62.1	77.9	96.0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债合计</b>	<b>240.5</b>	<b>442.4</b>	<b>1141.0</b>	<b>1151.5</b>	每股收益(元)	2.17	3.68	5.90	8.07
少数股东权益	12.0	12.0	12.0	12.0	每股净资产(元)	4.02	6.78	11.20	17.25
					发行在外股份(百万 股)	128.0	128.0	128.0	128.0
归属母公司股东权益	514.4	867.5	1433.9	2208.2	ROIC(%)	62.9%	75.8%	55.9%	44.2%
<b>负债和股东权益</b>	<b>766.8</b>	<b>1321.9</b>	<b>2586.9</b>	<b>3371.6</b>	ROE(%)	53.9%	54.3%	52.7%	46.8%
					毛利率(%)	45.5%	47.4%	49.4%	50.8%
					EBIT Margin(%)	34.9%	32.1%	35.2%	36.6%
					销售净利率(%)	29.1%	28.9%	30.4%	31.4%
					资产负债率(%)	31.4%	33.5%	44.1%	34.2%
					收入增长率(%)	82.0%	71.0%	52.4%	32.4%
					净利润增长率(%)	211%	70%	60%	37%

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

