

激光重器，锐科崛起

——锐科激光（300747）深度报告

2018年08月22日

强烈推荐/首次

锐科激光 深度报告

报告摘要：

公司是国产光纤激光器龙头。激光器是激光加工设备最核心的上游零部件，光纤激光器由于光电转换效率高、结构简单、光束质量好等优点逐步取代以 CO₂ 激光器为代表的气体激光器和 YAG 为代表的固体激光器。公司核心人员为归国的三位国家“千人计划”专家，凭借技术的先进性，在国内光纤激光器领域尤其是在中高功率产品上处于不可撼动的龙头地位。

制造业转型升级，激光作为一种新型高效的工具获得了广泛应用。全球激光市场规模 15-17 年增长率分别为 3.7/8.3/18.2%，呈加速上升趋势，其中逐渐占据主流的光纤激光器全球市场规模近三年复合增速高达 28.5%。分地区看，中国区域光纤激光器市场增速远高于全球增速，以 IPG 营业收入数据为例，2017 年中国区产品收入增速高达 73.46%，远高于公司总收入增速的 40%，而且中国区收入已占据全部收入的 44%，国内由于制造业转型升级的需求，未来光纤激光器市场增量主要来自于中国。

锐科激光在国内市场占据主场和先发优势。

- ◆ 相对国际巨头占据主场优势：锐科能够以比国际巨头更优惠的价格和更便捷的服务占据主场优势；
- ◆ 相对国内同行占据先发优势：锐科在国内同行中具备一枝独秀的技术实力，在中高功率光纤激光器领域具备产业上的先发优势。

公司盈利预测及投资评级。公司是国内光纤激光器企业的龙头，公司发展契合国内制造业升级发展趋势，长于技术实力，先于产业布局。

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 14.5 亿元、21.1 亿元和 30.5 亿元，归母净利润分别为 4.4 亿元、6.5 亿元和 9.5 亿元，每股收益分别为 3.5 元、5 元和 7.4 元，对应 PE 分别为 44X、30X 和 21X，根据绝对估值法，给予公司 6 个月目标价为 220 元，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：高功率光纤激光器拓展不及预期，市场竞争剧烈程度高于预期。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	522.94	951.83	1,448.43	2,108.49	3,051.03
增长率(%)	67.09%	82.01%	52.17%	45.57%	44.70%
净利润(百万元)	88.32	279.59	444.23	648.18	953.77
增长率(%)	272.03%	216.55%	58.88%	45.91%	47.15%
净资产收益率(%)	30.29%	53.89%	45.91%	41.16%	38.63%
每股收益(元)	0.93	2.89	3.45	5.04	7.43
PE	164.08	52.80	44.27	30.27	20.54
PB	49.83	28.48	20.32	12.46	7.94

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

任天辉

010-66554037

rentianhui1989@hotmail.com

执业证书编号：

S1480517090003

樊艳阳

010-66554089

fanyanyang1990@126.com

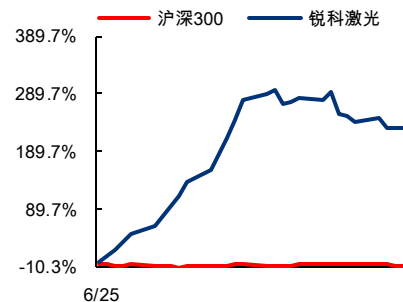
执业证书编号：

S1480518060001

交易数据

52 周股价区间(元)	168.51-54.88
总市值(亿元)	215.69
流通市值(亿元)	53.92
总股本/流通 A 股(万股)	12800/3200
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	14.26

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目录

1. 人才和技术造就公司核心竞争力	4
1.1 公司是激光器及关键器件供应商	4
1.2 归国三剑客支撑起国产激光器龙头	6
1.3 管理层分工明确为公司成长提供稳健支撑	7
2. 制造业升级带来激光行业快速发展	8
2.1 近年来全球激光产业市场规模呈加速扩张状态	8
2.2 全球激光器市场未来将保持平稳增速	9
2.3 制造业升级带来中国光纤激光器市场高速增长	10
2.4 半导体激光器产业化发展尚需时日	11
3. 公司是国内光纤激光器供应商龙头	11
3.1 公司光纤激光器产品成熟完备	11
3.2 “垂直整合”是公司的重要优势	13
3.3 募投项目新增产能将打开公司成长空间	14
4. 盈利预测及估值	15
4.1 主营业务拆分	15
4.2 估值分析	16
4.3 投资建议	17
5. 风险提示	17

表格目录

表 1: 激光加工装备产业链环节	4
表 2: 国内外激光行业代表企业	5
表 3: 各类激光器主要特点	5
表 4: 公司主要产品	11
表 5: 大功率光纤激光器募投项目投建产能	14
表 6: 中高功率半导体激光器募投项目投建产能	15
表 7: 锐科激光分业务营收预测表	16
表 8: 绝对估值计算过程	17
表 9: 公司盈利预测表	18

插图目录

图 1:光纤激光器产业链环节	4
图 2:光纤激光器的原理图	6
图 3:锐意进取的锐科激光	6
图 4:锐科激光股权结构图	7
图 5:锐科激光营业收入（百万元）及 YOY.....	7
图 6:锐科激光归母净利润（百万元）及 YOY.....	7
图 7:全球激光行业市场规模（亿美元）及 YOY.....	8
图 8:激光器应用场景分类	8
图 9:光纤激光器市场份额占比逐年增加	9
图 10:全球光纤激光器销售收入（亿美元）及 YOY	9
图 11:全球光纤激光器市场规模（亿美元）及 YOY.....	9
图 12: IPG 中国市场销售收入（亿美元）及 YOY	10
图 13: 金属切削机床销量（万台）	10
图 14: 用于切割及焊接的固定资产投资完成额（亿元）	10
图 15:半导体激光器市场规模（亿美元）	11
图 16:脉冲系列产品部分原材料成本及降低情况.....	14
图 17:连续系列产品部分原材料成本及降低情况	14

1. 人才和技术造就公司核心竞争力

1.1 公司是激光器及关键器件供应商

公司在激光产业中属于核心部件供应商。锐科激光的主要产品为光纤激光器，在激光加工装备产业链中属于上游零部件的光学元器件。公司在高功率光纤激光器领域是国内绝对龙头，对标国际龙头 IPG。

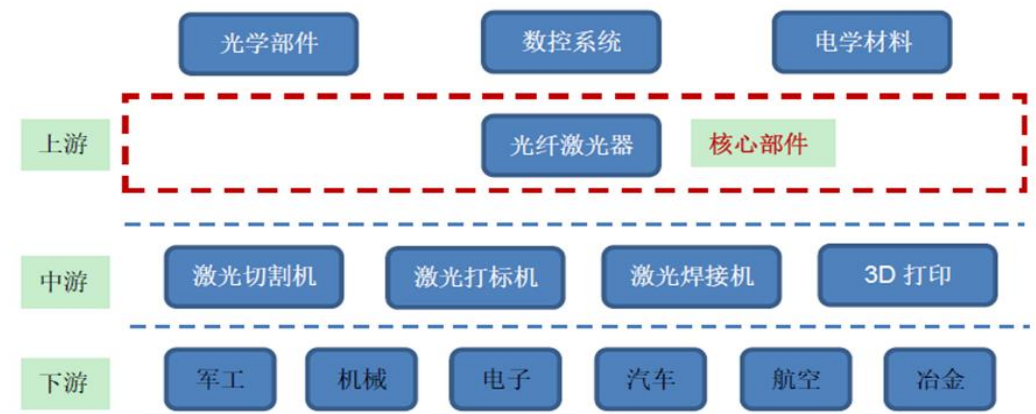
表 1: 激光加工装备产业链环节

产业链环节	主要构成
零部件构成	光学元器件（激光器、传导镜片、激光头、摄像头等）、电子元器件（激光电源、光栅尺、电机及驱动器、开关电源等）、结构件（机身、工作平台、传动装置、输送料装置、冷却装置等）、数控系统等。
激光加工设备	按功率分：高功率（1000w 以上）、中功率（100W-1000W）、低功率（100W 以下）激光加工设备；按工作方式分：连续激光器、脉冲激光加工设备；按脉冲宽度分：毫秒、微秒、纳秒、皮秒、飞秒激光加工设备；按增益介质分：气体、固体、液体、光纤激光加工设备。
下游需求	汽车、航空航天、船舶、电子、五金制品、纺织服装、印刷、广告等。

资料来源：中国知网，东兴证券研究所

公司通过不断垂直整合具备上游核心部件的自制能力。在光纤激光器整个产业链中，除了光纤激光器，还有特种光纤、泵浦源等核心部件，通过不断地垂直整合产业，公司具备了上游核心部件的自制能力，一方面增强公司产品的自主可控，另一方面也能大幅降低公司的零部件采购成本。

图 1: 光纤激光器产业链环节



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

国内激光产业还主要集中于下游集成环节。从全球激光设备格局来看，德国 Trumpf、Rofin-Sinar 公司，美国 IPG、相干等公司都基本集中于激光器及核心零部件。而国内激光产业近年来虽然增长迅速，形成了珠三角（以中小功率激光加工机床为主）、长三角（以大功率激光切割焊接设备为主）、华中地区（覆盖大、中、小激光加工设备）、环渤海地区（大功率激光熔覆和全固态激光为主）四大激光产业带，涌现了像

大族激光、华工科技等一系列优秀的激光行业代表企业,但这些企业大多数还是集中于下游集成环节,技术实力有较大提升空间。

表 2: 国内外激光行业代表企业

国家	代表企业
德国	通快公司 (Trumpf)、Rofin-Sinar 公司、Laserline、Frankfurt Laser、Dilas、梅塞尔 (MIG) 集团等
美国	IPG Photonics 公司、相干 (Coherent) 公司、新锐 (SYNRAD) 公司、coherent 医疗激光公司、ILX Lightwave 等
日本	三洋 (Sanyo) 电机公司、MAZAK 公司、AMADA 公司等
意大利	普瑞玛 (Prima) 公司等
中国	华工科技、大族激光、金运激光、光韵达、福晶科技、新松机器人、利达光电、上海新南洋等

资料来源:《激光加工技术的应用现状和发展趋势》,东兴证券研究所

光纤激光器被誉为新一代固体激光器。按照增益介质的不同,激光器主要可以分为液体激光器、气体激光器、半导体激光器和固体激光器,其中光纤激光器是固体激光器的一种,具有光电转换效率高、结构简单、光束质量好等优点。

表 3: 各类激光器主要特点

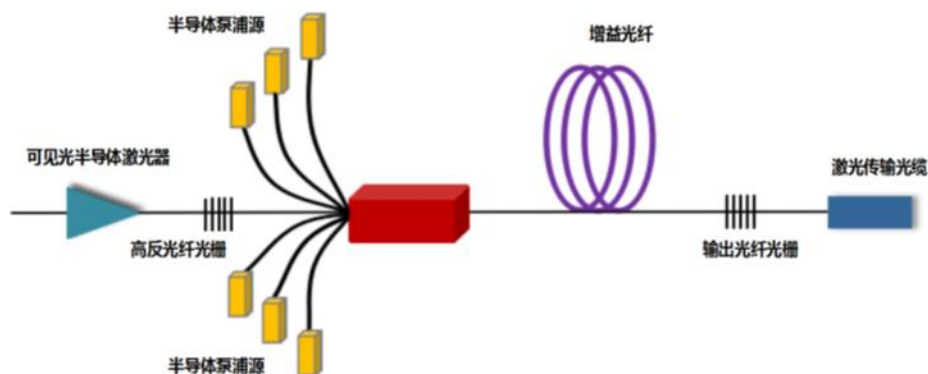
增益介质		泵浦方法	转换效率
液体	染料	光	
气体	准分子、CO ₂ 等	放电	8%-10%
半导体	化合物半导体	电流	70%-80%
固体	YAG	光	1%-3%
光纤	铒、镱、钕	光	30%-35%

资料来源:招股说明书,知网,东兴证券研究所

光纤激光器根据需求可以完美适应各种低中高功率需求。光纤激光器的光学系统由泵浦源、增益光纤、光纤光栅、信号/泵浦合束器及激光传输光缆等光学器件材料通过熔接形成,根据输出功率大小可以分为三类激光器。

- ◆ 低功率光纤激光器: 平均输出功率小于 100W;
- ◆ 中功率光纤激光器: 平均输出功率在 100W-1000W 之间;
- ◆ 高功率光纤激光器: 平均输出功率大于等于 1000W。

图 2:光纤激光器的原理图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

1.2 归国三剑客支撑起国产激光器龙头

归国三剑客为行业顶尖专家。公司的核心人员为闫大鹏博士、李成博士和卢昆忠博士三位“千人计划”专家，三位专家均在国外优秀公司积累了丰富的经验，是行业内顶尖专家，公司依靠技术先进性立足，秉承“锐意进取，科技创新”精神，努力振兴国内激光器产业，“创造中国人的光纤激光器产业链”。

图 3:锐意进取的锐科激光



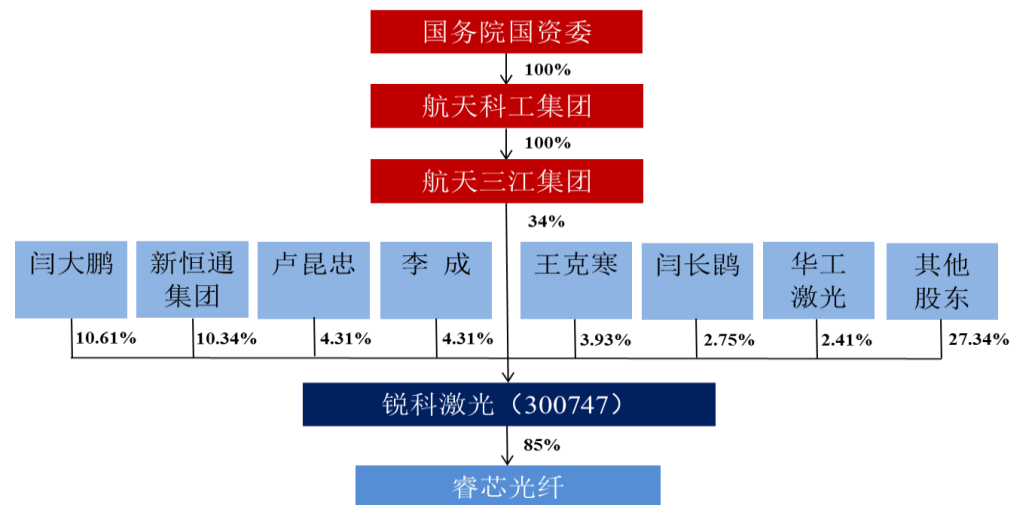
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

科研成果斐然具备技术壁垒。公司自成立以来，立足于自主研发，取得了一系列与光纤激光器相关的专利技术，其中专利总计 108 项，包括国际专利 1 项，国内发明专利 24 项，另外还有 7 项软件著作权，通过技术和产品的不断创新，已形成一定的技术壁垒。

1.3 管理层分工明确为公司成长提供稳健支撑

国资控股提供财务、市场、产品质量支持。公司的第一大股东是航天三江集团，公司上市前大股东是华工激光，在公司发展前期，不仅是公司的财务投资者还助力公司开拓市场，完善产品质量。之后航天三江集团成为公司控股股东，以航天体系的高标准打造的产品质量，使公司发展更上一层楼。

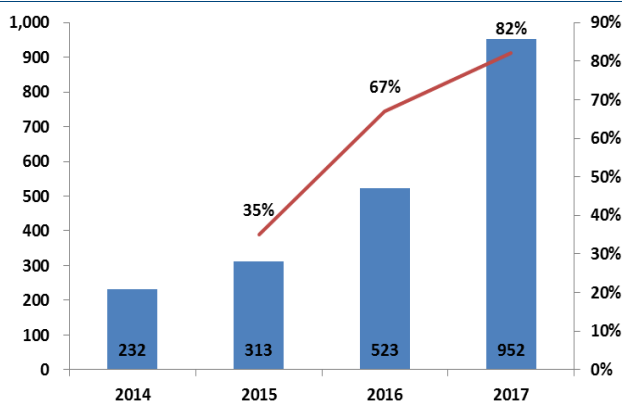
图 4:锐科激光股权结构图



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

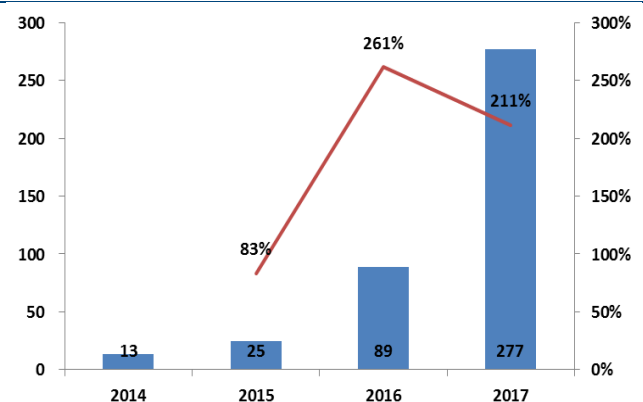
历史经营业绩优异。公司创始人闫大鹏博士作为公司总工程师，负责公司产品技术研发、生产等方面统筹工作，具体激光器产品的研发生产由公司下属的五大事业部负责完成，根据公司披露的财报数据，近年来公司营业收入大幅增长，同时得益于利润率的显著提高，归母净利润增长幅度更显著。

图 5:锐科激光营业收入 (百万元) 及 YOY



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 6:锐科激光归母净利润 (百万元) 及 YOY



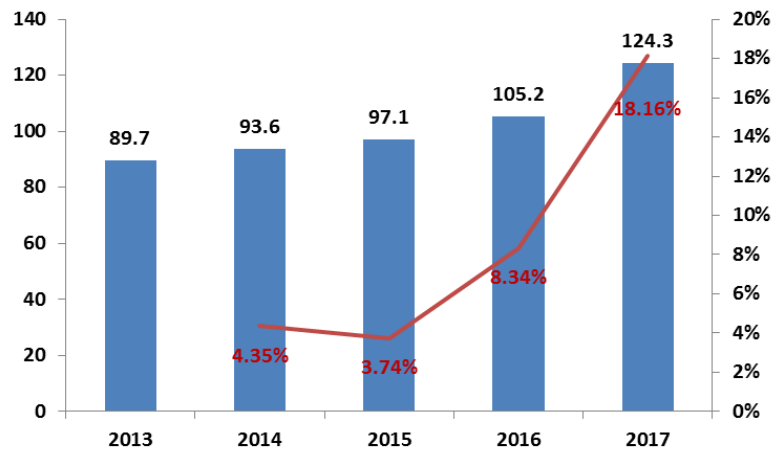
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2. 制造业升级带来激光行业快速发展

2.1 近年来全球激光产业市场规模呈加速扩张状态

全球激光行业市场规模呈现加速增长的趋势。随着制造业的不断升级，激光作为一种新型、高效的工具获得了广泛应用，尤其是在 2015 年以后，激光行业市场规模获得了加速增长的趋势，截止 2017 年市场规模达 124 亿美元。

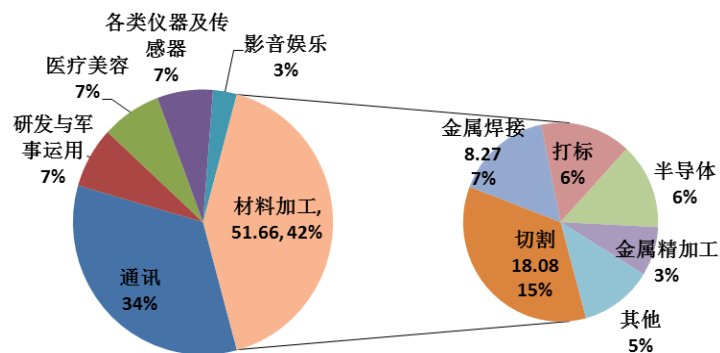
图 7:全球激光行业市场规模（亿美元）及 YOY



资料来源：Laser Markets Research/Strategies Unlimited，招股说明书，东兴证券研究所

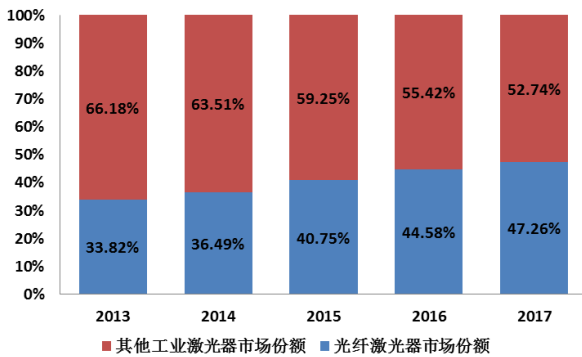
材料加工领域成为最主要的激光使用场景。材料加工是制造业升级的最主要领域，目前也涵盖了激光 42% 的使用场景，市场空间约 52 亿美元，现在材料加工领域中使用最多的是切割，其次是金属焊接、打标、半导体生产等。

图 8:激光器应用场景分类



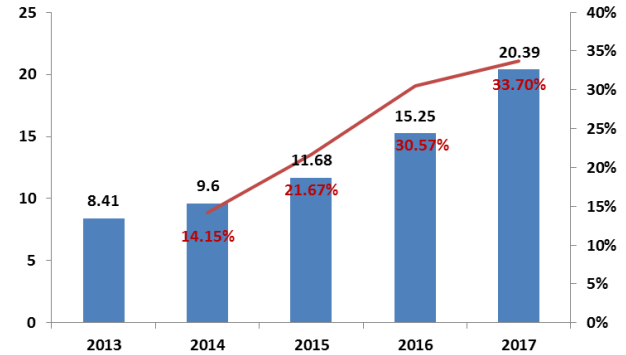
资料来源：Laser Markets Research/Strategies Unlimited，招股说明书，东兴证券研究所

光纤激光器逐渐替代占据主流市场份额。光纤激光器由于结构简单、光电转化效率高、光束质量好等优点正逐渐占据主流的市场份额,从统计数据来看,光纤激光器的市场份额从2013年仅占三分之一上升到2017年接近一半的规模。从光纤激光器的销售收入来看,已经突破20亿美元的空间,增长速度达到30%以上。毋庸置疑,未来光纤激光器将成为主流的激光器产品。

图 9:光纤激光器市场份额占比逐年增加


资料来源: Laser Markets Research/Strategies Unlimited, 招股说明书,

东兴证券研究所

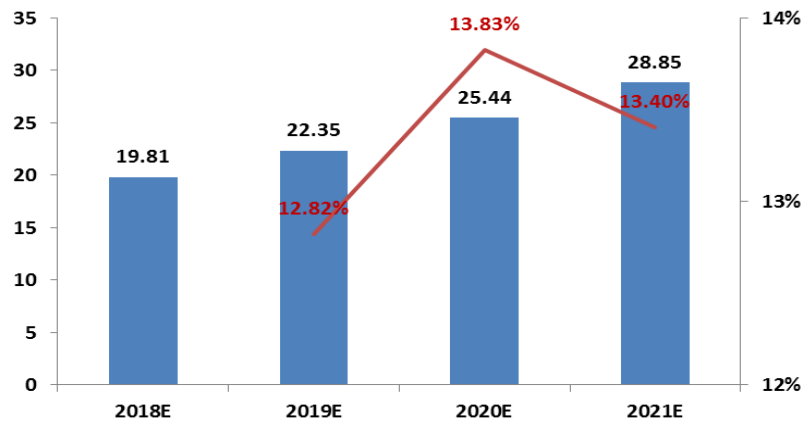
图 10:全球光纤激光器销售收入 (亿美元) 及 YOY


资料来源: Laser Markets Research/Strategies Unlimited, 招股说明书,

东兴证券研究所

2.2 全球激光器市场未来将保持平稳增速

全球光纤激光器未来增速维持在13%。根据 Technavio 的预测数据,全球光纤激光器未来呈平稳增长的趋势,增速在13%左右,预计到2020年全球光纤激光器市场规模有望达到25亿美元。

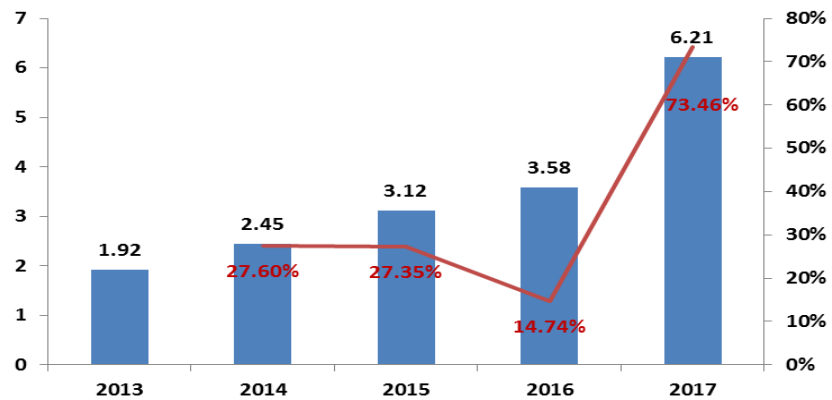
图 11:全球光纤激光器市场规模 (亿美元) 及 YOY


资料来源: Technavio, 招股说明书, 东兴证券研究所

2.3 制造业升级带来中国光纤激光器市场高速增长

中国是未来光纤激光器主要增量市场所在。中国大力发展“中国制造 2025”，对制造业升级的需求尤为迫切，对于光纤激光器的需求远高于其他地区，仅以 IPG 在中国的销售数据来看，截止 2017 年年报，IPG 在中国的销售收入占公司全年营业收入的 44.1%，绝对收入高达 6.21 亿美元，收入增速同比增加 73.46%。

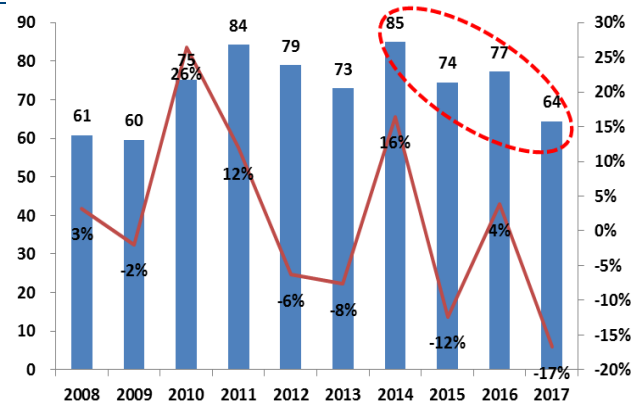
图 12: IPG 中国市场销售收入（亿美元）及 YOY



资料来源：IPG，东兴证券研究所

转型升级需求带来国内激光器设备需求增速有望达 36%。“中国制造 2025”自 2014 年底提出后，于 2015 年正式实施。“中国制造 2025”战略的主要目的是把我国从制造大国转变成制造强国，所以对于传统制造业的转型升级尤为重要，制造业升级需要制造手段的升级，激光切割机焊接对比传统的机械加工方式，从精度、效率、环保等各项指标上都明显更优。传统金属切削机床逐步被新型的加工方式所替代，机床销量在 2014 年达到顶峰之后逐渐呈下滑趋势。另外从设备替代角度而言，切割及焊接设备大约 5 年出现替换周期，2010-2015 年之间复合增速达 36%的设备投资高增长阶段将在 2016 年逐步迎来替换高峰，激光切割和焊接设备在购置成本、维护使用成本、以及使用便捷性上具备更优的替换选择，有望承接上上一轮投资增速。

图 13: 金属切削机床销量（万台）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 14: 用于切割及焊接的固定资产投资完成额（亿元）

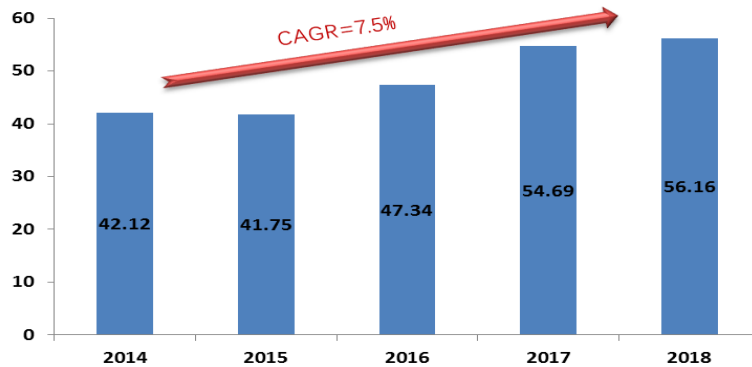


资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.4 半导体激光器产业化发展尚需时日

半导体激光器离产业化成熟阶段还有一段距离。现有的半导体激光器由于光束质量不佳, 难以直接用于金属切割, 但其光电转换效率能达到 70%-80%, 同时兼具体积下、重量轻等优点, 在激光焊接方面更加具备发展前途。另外, 半导体激光器可以作为光纤激光器和固体激光器等种类激光器的泵浦源, 作为核心部件, 需求保持稳定, 年市场空间预计在 50-60 亿美元之间, 保持 7.5%左右的复合增速。

图 15: 半导体激光器市场规模 (亿美元)



资料来源: Laser Markets Research/ Strategies Unlimited, 招股说明书, 东兴证券研究所








3. 公司是国内光纤激光器供应商龙头

3.1 公司光纤激光器产品成熟完备

公司高功率产品极具市场竞争实力。公司从 2007 年成立, 历经十多年的发展, 已经形成了完备的产品线, 在光纤激光器和半导体激光器均有供应, 其中最主要的光纤激光器产品又分为脉冲光纤激光器系列和连续光纤激光器系列。作为主流连续光纤激光器产品, 公司全面覆盖了从 10W-10000W 的低中高功率产品, 尤其在 6000W 高功率产品上公司具备绝对的竞争实力。

表 4: 公司主要产品

代表性产品	输出功率	代表图片	产品用途
调 Q 脉冲光纤激光器系列	平均输出功率 10W、20W、30W、50W		可实现打标/雕刻、表面清洗、金属薄片打孔/切割、划线/划痕、电阻调阻、ITO 膜刻蚀、精密切割

	平均输出功率 100W、 200W			
窄脉宽脉冲光纤激光器系列	平均输出功率 10W、20W、 30W		很好地适用于阳极氧化铝打黑加工，同时可用于薄膜切割、普通/彩色标记、太阳能/光伏精密划线、精细电阻调阻、破阳、精密钻孔	
低功率连续光纤激光器系列	连续输出功率 10W、 20W、50W		广泛应用于激光指示、金属及非金属等材料的标记、精密加工、图文雕刻及科学研究等领域	
中功率连续光纤激光器系列	连续输出功率 300W、 500W、750W		能够进行精细切割、金属焊接、刻痕、钻孔、表面处理（成型处理/热处理）、远程烧蚀，同时可用于快速成型、增材制造	
连续光纤激光器系列	高功率连续光纤激光器系列	连续输出功率 1,000W、 1,500W		
		连续输出功率 2,200W		应用功能多样，可开展切割、刻痕、焊接、钎焊、烧结、熔覆、表面处理（成型处理/热处理）、增材制造、打孔、毛化、远距烧蚀、岩石和混凝土钻孔等工作
		连续输出功率 3,300W		

连续输出功率 6,000W



连续输出功率 10,000W



准连续光纤激光器
系列

平均输出功率 75W、
150W、300W、450W



可运用于切割、精密刻痕、精
细钻孔、精密焊接、动力电池
铜铝焊、表面处理、铜/铝加工

直接半导体激光器系列

输出功率涵盖 80W 至
3,000W



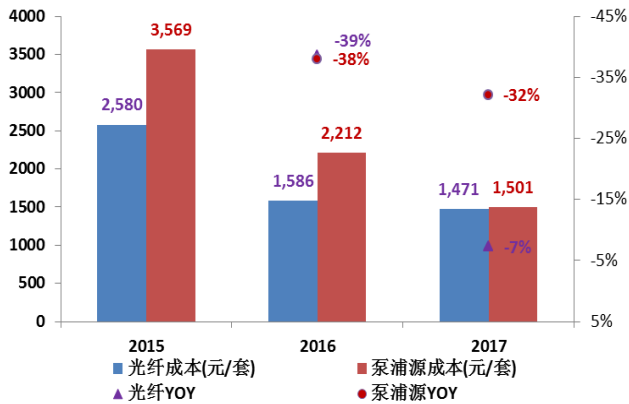
可运用于锡焊、塑料焊接、激
光医疗、金属表面处理、3D 打
印、快速成型等领域

资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

3.2 “垂直整合”是公司的重要优势

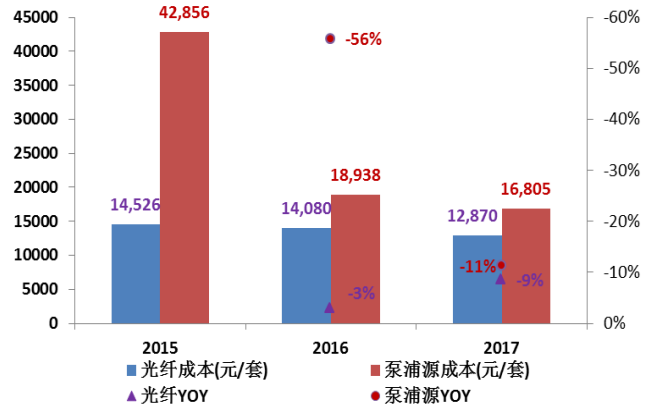
公司具备了光纤激光器的垂直整合能力。公司掌握了光纤激光器及核心器件和材料的关键技术, 实现了半导体泵浦源、特种光纤、光纤耦合器、激光功率合束器、声光调制器、光纤隔离器、激光功率传输光缆组件等核心器件和材料的技术及规模化生产, 具备了光纤激光器上游产业链的垂直整合。

图 16:脉冲系列产品部分原材料成本及降低情况



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 17:连续系列产品部分原材料成本及降低情况



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

垂直整合大幅降低了产品原料成本。通过垂直整合，公司具备了上游核心零部件的自制能力，以核心的泵浦源和光纤为例，从 2015 年和 2017 年采购成本数据对比可知，脉冲系列产品的泵浦源和光纤成本分别下降 58% 和 43%，而连续系列产品的泵浦源和光纤成本则分别下降 61% 和 11%。

3.3 募投项目新增产能将打开公司成长空间

产品供不应求情形下，产能瓶颈成主要限制因素。伴随制造业升级，公司激光器产品增长迅速，从营业收入指标来看，公司近三年复合增速为 60%，2017 年单年增速更是高达 82%，由此带来了产品的供不应求，尤其是产品工序相对复杂的中高功率连续激光器需求逐步提高，使公司产能利用率大于 100%，出现产能瓶颈限制了公司发展。

募投项目重点拓展中大功率激光器的产能。通过大功率脉冲及超快光纤激光器生产线建设，将新增 3930 台/套中大功率脉冲及超快光纤激光器的产能；通过大功率连续光纤激光器生产线建设，将新增 5190 台/套大功率连续光纤激光器的产能。同时实现配套这些产能的泵浦源自制生产能力，及相应的泵浦源芯片封装能力和光束整形、光纤耦合能力。

表 5: 大功率光纤激光器募投项目投建产能

序号	产品一	达产产能(台/套)	产品二	达产产能(台/套)
1	100W 脉冲光纤激光器	3000	1000W 连续光纤激光器	3000
2	200W 脉冲光纤激光器	500	2000W 连续光纤激光器	1500
3	300W 脉冲光纤激光器	100	3000W 连续光纤激光器	300
4	500W 脉冲光纤激光器	60	4000W 连续光纤激光器	240

5	1000W 脉冲光纤激光器	30	6000W 连续光 纤激光器	100
6	2000W 脉冲光纤激光器	10	8000W 连续光 纤激光器	30
7	皮秒脉冲光纤激光器	200	10000W 及以 上光纤激光器	20
8	飞秒脉冲光纤激光器	30		
合计		3930		5190

资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

积极改善提升中高功率半导体激光器研发生产能力。半导体激光器在激光焊接、熔覆和增材制造领域具有优势, 有逐步替代传统激光器的趋势, 公司结合市场趋势, 把握自身需求, 将已开发的中高功率直接半导体激光器产品进行产业化和规模化生产, 将形成年产 8170 台/套中高功率半导体激光器的生产能力。

表 6: 中高功率半导体激光器募投项目投产产能

序号	产品类型	达产产能 (台/套)
1	200W 以下半导体激光器	1500
2	500W 半导体激光器	1500
3	1000W 半导体激光器	1500
4	2000W 半导体激光器	2000
5	3000W 半导体激光器	1000
6	4000W 半导体激光器	500
7	6000W 半导体激光器	100
8	8000W 半导体激光器	50
9	10000W 半导体激光器	20
合计		8170

资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

4.1 主营业务拆分

连续光纤激光器产品是公司最主要的收入来源, 公司在中高功率连续光纤激光器领域享有领先优势。分别给予 60/60/50% 的增长率, 预计 18-20 年连续激光器营业收入分别达到 11.5 亿元、17.2 亿元和 25.9 亿元, 毛利率保持稳定, 维持在 51%。

脉冲光纤激光器为公司第二大收入来源, 该产品预计国产成熟度高, 竞争相对激烈。给予 30/30/20% 的增长率, 预计 18-20 年脉冲激光器收入分别达到 2.3 亿元、3 亿元和 3.6 亿元。

其他非主要的技术开发服务和其他主营业务营收大致稳定。

表 7: 锐科激光分业务营收预测表

名称	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营业务总收入 (百万元)	522.9	951.8	1,448	2,108	3,051
毛利率 (%)	35.76%	46.6%	47.2%	47.6%	48.2%
主营业务增长率 (%)	67%	82%	52.2%	45.6%	44.7%
连续光纤激光器					
收入 (百万元)	342.06	718.74	1,149.99	1,724.98	2,587.47
毛利率 (%)	43.4%	51.12%	51%	51%	51%
增长率 (%)	119%	110%	60%	50%	50%
脉冲光纤激光器					
收入 (百万元)	154.32	175.35	227.96	296.35	355.62
毛利率 (%)	15.99%	31.02%	31%	31%	31%
增长率 (%)	32%	14%	30%	30%	20%
技术开发服务					
收入 (百万元)	13.2	19.83	25.78	33.51	43.56
毛利率 (%)	48.78%	23.23%	25%	25%	25%
增长率 (%)	-52.7	50%	30%	30%	30%
其他主营业务					
收入 (百万元)	12.76	37.26	44.71	53.65	64.38
毛利率 (%)	55.17%	45.01%	45%	45%	45%
增长率 (%)	24	192%	20%	20%	20%

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

4.2 估值分析

公司未来发展契合国内制造业升级的趋势, 结合公司在相关产品领域国内龙头的优势地位, 公司业务将获得稳定现金流, 另外公司在 A 股市场具备独一无二的稀缺性, 无贴切的相对估值可比标的, 适合使用绝对估值法。我们设置无风险利率 R_f 为 2.8%, 平均风险股票必要报酬率 R_m 为 11.55%, β 为 0.97, 通过 DCF (FCFF) 我们测算出锐科激光每股价值为 220.79 元。

表 8:绝对估值计算过程

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	2,814.12	10.06%
第二阶段	8,003.46	28.62%
第三阶段 (终值)	17,150.11	61.32%
企业价值 AEV	27,967.69	100.00%
+ 非核心资产价值	384.93	1.38%
- 少数股东权益	14.99	-0.05%
- 净债务	76.31	-0.27%
总股本价值	28,261.32	101.05%
股本 (百万股)	128.00	
每股价值 (元)	220.79	

资料来源: 东兴证券研究所

4.3 投资建议

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 14.5 亿元、21.1 亿元和 30.5 亿元, 归母净利润分别为 4.4 亿元、6.5 亿元和 9.5 亿元, 每股收益分别为 3.5 元、5 元和 7.4 元, 对应 PE 分别为 44X、30X 和 21X, 根据绝对估值法, 给予公司 6 个月目标价为 220 元, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

高功率光纤激光器拓展不及预期, 市场竞争剧烈程度高于预期。

表 9: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	338	577	864	1452	2291	营业收入	523	952	1448	2108	3051
货币资金	129	166	243	547	984	营业成本	336	508	765	1104	1581
应收账款	43	51	79	116	167	营业税金及附加	4	10	15	22	32
其他应收款	1	1	1	2	3	营业费用	18	29	45	65	94
预付款项	6	14	26	42	66	管理费用	59	72	110	160	232
存货	121	197	293	424	607	财务费用	3	2	-3	-1	32
其他流动资产	5	4	4	4	4	资产减值损失	2.73	10.39	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	180	189	431	660	1059	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	139.12	146.05	264.18	496.30	898.43	营业利润	100	325	517	758	1111
无形资产	31	28	101	99	96	营业外收入	3.27	1.41	2.00	2.00	2.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.17	0.72	1.00	1.00	1.00
资产总计	518	767	1295	2112	3350	利润总额	103	326	518	759	1112
流动负债合计	173	193	269	376	568	所得税	15	47	74	111	159
短期借款	57	0	26	0	0	净利润	88	280	444	648	954
应付账款	79	74	111	160	230	少数股东损益	-1	2	3	3	3
预收款项	7	49	107	191	313	归属母公司净利润	89	277	441	645	951
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	149	373	549	828	1213
非流动负债合计	24	48	50	150	300	EPS (元)	0.93	2.89	3.45	5.04	7.43
长期借款	0	0	50	150	300	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	197	240	319	526	868	成长能力					
少数股东权益	27	12	15	18	21	营业收入增长	67.09%	82.01%	52.17%	45.57%	44.70%
实收资本 (或股	96	96	128	128	128	营业利润增长	474.68%	225.12%	58.91%	46.58%	46.62%
资本公积	85	42	42	42	42	归属于母公司净利	59.19%	46.22%	59.19%	46.22%	47.36%
未分配利润	100	336	689	1205	1966	获利能力					
归属母公司股东	294	514	961	1568	2461	毛利率 (%)	35.76%	46.60%	47.20%	47.62%	48.17%
负债和所有者权	518	767	1295	2112	3350	净利率 (%)	16.89%	29.37%	30.67%	30.74%	31.26%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
						ROE (%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	30.29%	53.89%	45.91%	41.16%	38.63%	
经营活动现金流	123	204	313	568	845	偿债能力					
净利润	88	280	444	648	954	资产负债率 (%)	38%	31%	25%	25%	26%
折旧摊销	45.53	45.95	0.00	70.70	100.70	流动比率	1.95	3.00	3.21	3.86	4.04
财务费用	3	2	-3	-1	0	速动比率	1.25	1.98	2.12	2.73	2.97
应收账款减少	0	0	-28	-36	-52	营运能力					
预收帐款增加	0	0	58	84	122	总资产周转率	1.12	1.48	1.40	1.24	1.12
投资活动现金流	-18	-31	-200	-300	-500	应收账款周转率	8	20	22	22	22
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.55	12.41	15.63	15.54	15.65
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊	0.93	2.89	3.45	5.04	7.43
筹资活动现金流	-75	-78	59	36	93	每股净现金流 (最新	0.32	0.99	1.34	2.38	3.42
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	3.06	5.36	7.51	12.25	19.23
长期借款增加	0	0	50	100	150	估值比率					
普通股增加	0	0	32	0	0	P/E	164.08	52.80	44.27	30.27	20.54
资本公积增加	24	-42	0	0	0	P/B	49.83	28.48	20.32	12.46	7.94
现金净增加额	30	95	171	304	437	EV/EBITDA	97.94	38.80	35.30	23.12	15.54

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015年加入东兴证券，从事机械行业研究。

樊艳阳

中国人民大学经济学院本科及硕士，3年财经媒体上市公司从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016年加入民生证券，2017年加入东兴证券。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。