

整体经营状况平稳，激光设备龙头稳固

投资要点

- **业绩总结:** 公司2018年前三季度实现营业收入86.56亿元，同比下滑2.9%；实现归母净利润16.57亿元，同比增长10.29%。同时，公司发布2018年全年业绩指引，预计全年业绩落在16.65亿-19.98亿元之间，同比增长0%-20%。
- **三季度单季同比转正，毛利率短期承压。** 公司自上市以来一直保持逐年增长态势，2004-2017年公司营业收入年均复合增速达到29.3%，净利润年均复合增速达到31.7%。2018年前三季度主要受下游消费电子大客户订单下滑影响，公司营收在去年高基数的基础上略有下滑，毛利率主要受产品结构调整影响同比下滑4.75pp至38.25%；从单季度来看，2018Q3公司营收同比增长5.05%至35.49亿元，在Q2收入同比下滑(YoY-14.93%)后重回正值。
- **新兴业务多点开花，克服消费电子下行压力。** 2018年公司小功率激光设备业务在消费电子行业尤其是大客户订单方面承压，但受下游制造业升级大趋势影响，公司新兴业务多点开花，驱动公司业绩平稳增长：1) 显示面板领域，OLED设备进展顺利，逐步贡献业绩；2) 新能源电池装备领域，锂电装备持续景气，公司全年业绩有望高增长，主要受CATL等客户订单增长影响；3) PCB专用设备领域，全年收入50%增长可期，龙头产品销量持续增长，UV等设备订单逐渐释放；4) 高功率激光设备领域，受下游需求疲软影响，公司下半年收入增速略有放缓，但长期发展趋势不变。
- **激光设备龙头地位稳固，长期受益制造业升级。** 大族激光上市后主要经历了三轮成长周期，奠定了公司国内激光设备龙头地位。2004-2007年公司以打标业务为主，主要服务于服装等传统行业，并一度成为行业龙头；2008-2011年公司开始从原有小功率通用设备向PCB、LED和光伏等行业转型，受益3C行业发展及光伏行业景气度不断提高，开启新一轮上涨趋势；2012-2017年公司开始聚焦精密加工领域，叠加苹果销量的不断增长，公司进入新的上行期。未来，长期看好公司在制造业升级趋势下的多产品多行业拓展和成长性。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2018-2020年EPS分别为1.82元、2.35元、3.17元，对应当前估值分别为19倍、15倍、11倍。鉴于公司在激光设备领域的龙头地位，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示:** 下游需求萎缩或核心器件研发不达预期或大客户订单量下滑的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11560.09	13450.33	16814.85	23274.97
增长率	66.12%	16.35%	25.01%	38.42%
归属母公司净利润(百万元)	1665.04	1944.21	2506.67	3387.32
增长率	120.75%	16.77%	28.93%	35.13%
每股收益EPS(元)	1.56	1.82	2.35	3.17
净资产收益率ROE	23.49%	23.03%	24.10%	25.90%
PE	22	19	15	11
PB	5.05	4.35	3.54	2.81

数据来源: Wind, 西南证券

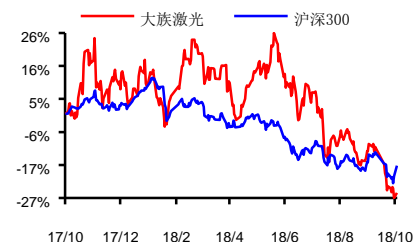
西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
 执业证号: S1250515070002
 电话: 023-67791663
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 陈杭
 电话: 021-68415309
 邮箱: chenhang@swsc.com.cn

联系人: 李少青
 电话: 021-68415309
 邮箱: lisq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.67
流通A股(亿股)	9.93
52周内股价区间(元)	34.5-59.9
总市值(亿元)	368.14
总资产(亿元)	183.18
每股净资产(元)	8.20

相关研究

1 大族激光：大国重器，装备力量

大族激光成立于 1996 年，于 2004 年在深圳证券交易所上市，是一家全球领先的高端装备制造企业，主要提供激光、机器人及自动化技术在智能制造领域的系统解决方案，目前公司业务包括研发、生产、销售各种激光装备，包括激光标记、激光切割、激光焊接设备等，和 PCB 专用设备、机器人、自动化设备以及为上述业务配套的系统解决方案。公司产品主要应用于消费电子、显示面板、动力电池、PCB、机械五金、汽车船舶、航空航天、轨道交通、厨具电气等行业的金属或非金属加工。

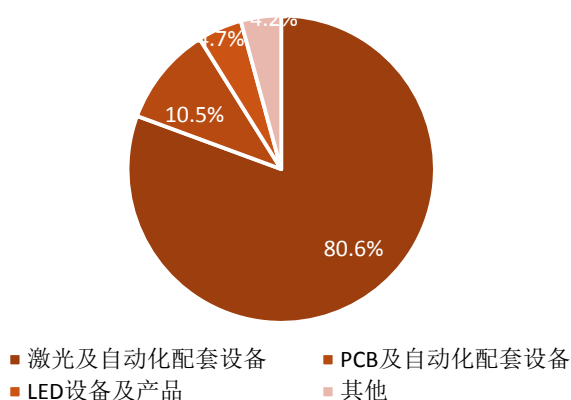
图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

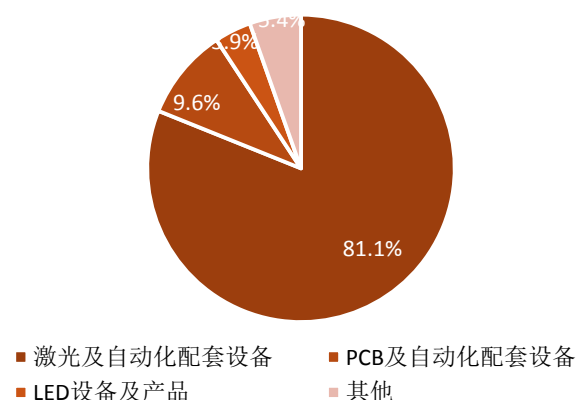
公司主营业务结构：根据公司 2017 年年报数据，公司收入主要来自激光及自动化配套设备，收入占比 80.6%；其次为 PCB 及自动化配套设备，收入占比 10.5%；还有少量 LED 设备及产品收入，占比 4.7%；其他业务收入占比 4.2%。由于公司各项主营业务毛利率差别不大，因此毛利结构与营业收入结构差别也不大。2017 年，公司激光及自动化配套设备贡献毛利占比 81.1%；PCB 及自动化配套设备毛利占比 9.6%；LED 设备及产品贡献毛利 3.9%；其他业务毛利占比 5.4%。

图 2：公司 2017 年主营业务收入结构



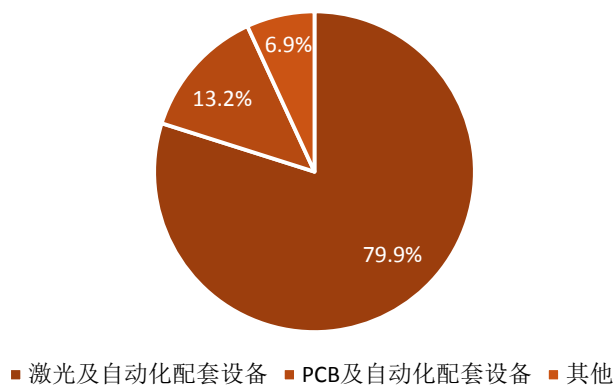
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司 2017 年主营业务毛利结构

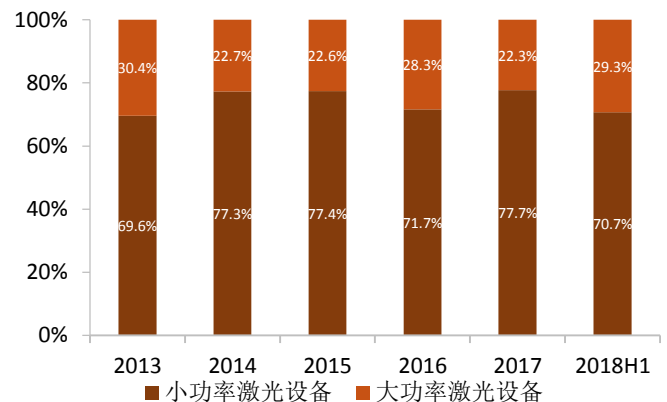


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况: 2018 年上半年, 公司实现营业收入 51.07 亿元, 营业利润 11.13 亿元, 归母净利润 10.19 亿元, 分别较上年同期增减-7.75%、3.04%和 11.43%。其中激光及自动化配套设备实现营业收入 40.79 亿元, 收入占比 79.9%; PCB 及自动化配套设备实现营收 6.76 亿元, 收入占比 13.2%; 其他收入占比 6.9%。在激光及自动化配套设备领域, 消费电子大客户业务实现收入约 11 亿元, 同比下降约 57%; 除消费类电子业务其他小功率激光及自动化配套设备业务同比增长约 40%, 其中显示面板行业实现收入约 2.94 亿元, 新能源电池装备行业实现收入约 3.18 亿元; 大功率激光业务实现收入 11.95 亿元, 同比增长 26.14%。

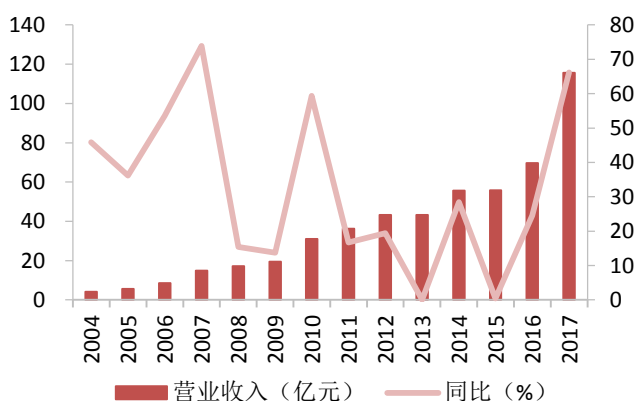
图 4: 公司 2018 年 H1 主营业务结构情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

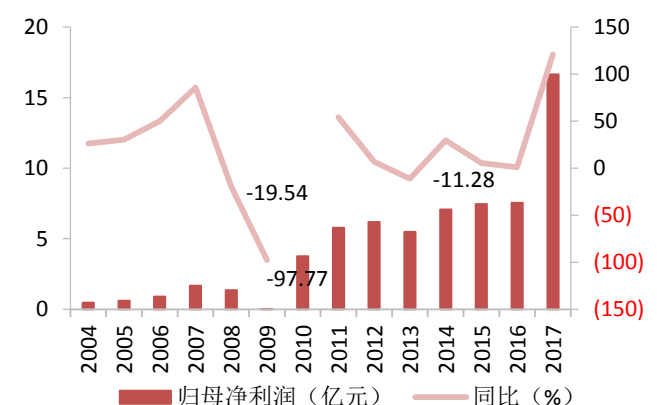
图 5: 公司历年激光及自动化配套设备收入构成


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司营业收入自上市以来一直保持逐年增长的态势, 2004 年-2017 年公司营业收入年均复合增速达到 29.3%, 其中 2007 年、2010 年和 2017 年同比增速分别高达 73.9%、59.4% 和 66.1%。公司净利润自上市以来实现了 31.7% 的年均复合增速, 其中 2007 年、2010 年和 2017 年受益于公司收入增长, 分别实现了跨越式增长。2017 年, 公司实现归母净利润 16.7 亿元, 相较 2016 年的 7.5 亿元实现了高达 120.75% 的同比增长。

图 6: 公司上市以来营业收入及同比增速


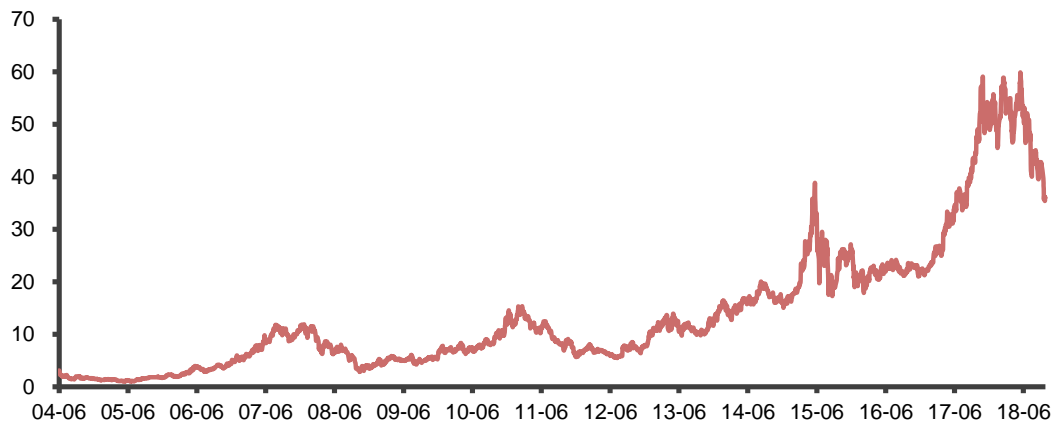
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 7: 公司上市以来归母净利润及同比增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2018 年前三季度, 公司营业收入略有下滑, 实现 86.56 亿元, 同比下滑 2.9%, 公司营业收入同比下降一方面由于 2017 年在大客户创新带动下, 公司小功率激光及自动化配套设备在消费电子领域的高增长带来了去年同期收入的高基数; 一方面由于 2018 年公司激光及自动化配套设备的消费电子大客户订单同比下降带来较大影响。

图 8：公司历年股价走势图

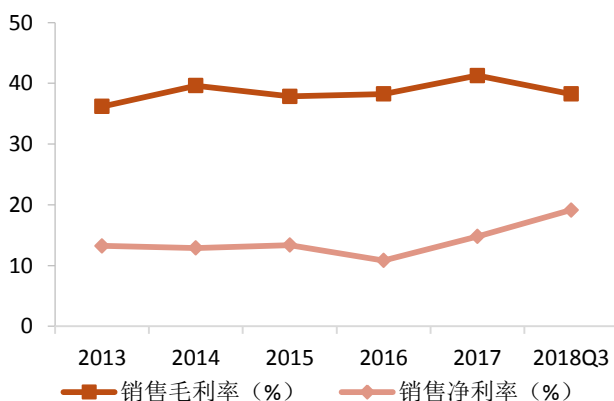


数据来源：公司官网，西南证券整理

剔除市场整体影响，大族激光上市后主要经历了三轮成长周期，公司的市场表现一方面反映了公司业绩的成长属性，一方面与国内激光行业发展浪潮相一致。大族激光在 2004-2007 年阶段以打标业务为主，主要服务于服装等传统行业，并一度成为行业龙头，占据了市场近 70% 的市场份额，在此期间大族股价最高涨幅高达 10 倍。在 2008 金融危机期间大族股价遭受重创，曾一度跌去 70% 多。在 2008-2011 年期间，大族在原有的小功率打标、焊接、切割等通用设备之外开始往 PCB、LED 和光伏等电子行业转型，这段时间随着 3C 行业的发展以及光伏行业景气度的不断提高，公司的股价开始了新一轮的上涨趋势。2012-2017 年期间大族开始聚焦精密加工领域，叠加苹果销量的不断增长，公司进入了一个新的上行期。2018 年初至今股价又有大幅回调的主要原因是贸易战以及宏观经济等压力导致估值水平不断被下杀。

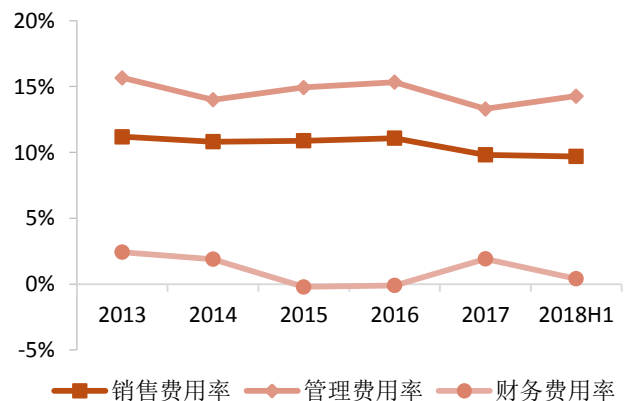
盈利能力稳步提升：整体而言，公司毛利率和净利率近五年保持稳步增长趋势，盈利能力不断提升，公司毛利率从 2013 年的 36.18% 稳步提升至 2017 年的 41.27%，2018 年前三季度受消费电子大客户订单影响，公司毛利率略有下滑至 38.25%。公司净利率在近两年增长较快，由 2016 年的 10.84% 增长至 2017 年的 14.8%，2018 年前三季度达到 19.14%，整体上升趋势明显。从费用率的控制来看，公司三费率整体维持逐年下降的趋势，说明公司在费用控制和经营效率的管控上成效显著。

图 9：公司近五年毛利率与净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

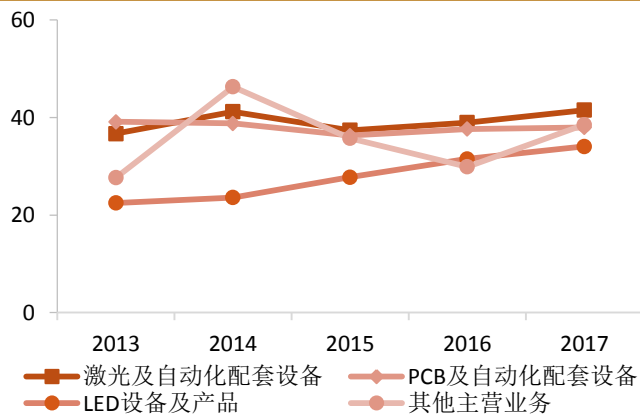
图 10：公司三费率情况



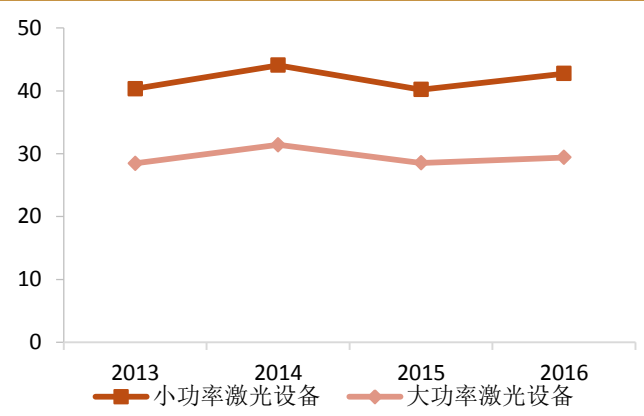
数据来源：公司公告，西南证券整理

分产品来看，公司主要产品激光及自动化配套设备毛利率基本保持逐年提升态势，从 2015 年的 37.38% 逐年提升至 2017 年的 41.53%，是所有分项业务中毛利率最高的业务；公司 PCB 及自动化配套设备业务毛利率略低于激光及自动化配套设备业务毛利率，近五年基本稳定 36%-40% 的水平。从激光及自动化配套设备的分产品来看，公司小功率激光及自动化配套设备主要用于消费电子以及显示面板行业 and 新能源电池装备行业，毛利率水平较高，2018 年上半年达到 42.74%；大功率激光及自动化配套设备主要用于工业切割、焊接等下游重工业行业，毛利率水平相对较低，维持在 30% 左右的水平。

未来，公司毛利率提升的驱动主要来自三个方面：1) 随着公司新兴业务逐渐进入规模化阶段，毛利率将稳定提升至较高水平；2) 公司激光设备上游元器件自制化比率不断提升，带来整体成本的下降和毛利率提升；3) 公司未来向系统集成化方向发展，也将带动毛利率的进一步提升。

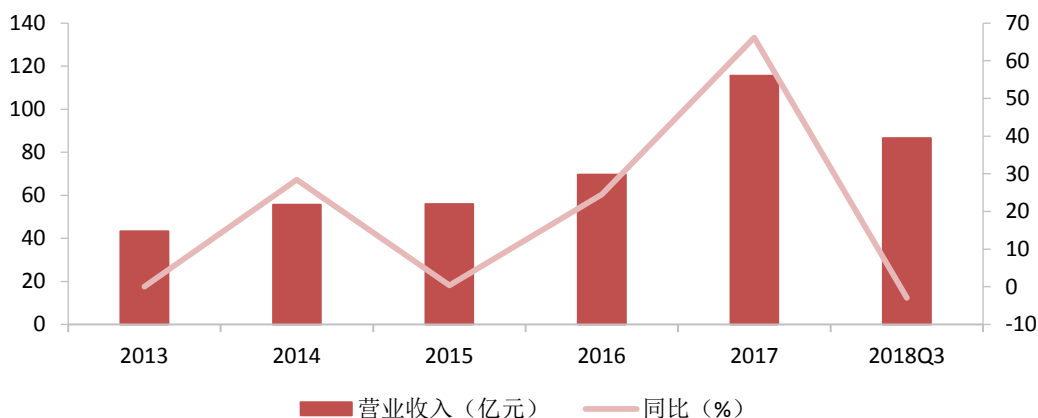
图 11：公司分产品毛利率情况 (%)


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：公司激光及自动化配套设备分产品毛利率情况 (%)


数据来源：公司公告，西南证券整理

研发投入逐年提升：公司研发投入逐年提升，由 2013 年的 3 亿元逐年提升至 2017 年的 8.5 亿元，增长近 2 倍。2018 年前三季度，公司研发费用开支 6.35 亿元，同比增长 37.85%，研发费用率 7.34%，整体保持较快增长。公司研发投入主要用于以光源为代表的基础元器件开发，以及 EV、面板等新兴应用领域的设备开发和拓展。

图 23：公司近五年研发费用及营收占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1:激光及自动化配套设备领域:消费电子大客户订单 2018 年全年达到 30 亿,2019 基本与 2018 年持平,2020 年受大客户创新影响重新放量,假设与 2017 年持平;面板领域订单未来两年保持 100%增速;新能源电池设备领域订单未来两年保持 100%增速;大功率激光设备领域受下游需求疲软影响,未来两年保持 10%和 20%的增速。整体而言,受大客户订单下滑影响,公司激光及自动化配套设备业务未来两年毛利率略有下滑,2018 和 2019 年维持在 40%水平,2020 年业务回暖毛利率达到 41%;

假设 2:专用设备领域,PCB 设备订单未来三年分别保持 50%、45%、40%的较高增长,未来三年毛利率分别为 36%、37%和 38%。

基于此,我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

业务分拆 (单位: 百万元)		2017A	2018E	2019E	2020E
激光及自动化配套设备	收入	9319.46	10251.41	12301.69	17222.36
	增速	81.00%	10.00%	20.00%	40.00%
	毛利率	41.53%	40.00%	40.00%	41.00%
PCB 及自动化配套设备	收入	1,210.41	1815.62	2632.64	3685.70
	增速	36.00%	50.00%	45.00%	40.00%
	毛利率	37.97%	36.00%	37.00%	38.00%
LED 设备及产品	收入	540.12	648.14	777.77	933.33
	增速	12.10%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	34.08%	35.00%	35.00%	35.00%
其他	收入	490.11	735.17	1102.75	1433.57
	增速	45.93%	50.00%	50.00%	30.00%
	毛利率	52.45%	48.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	11560.09	13450.33	16814.85	23274.96
	增速	66.12%	16.35%	25.01%	38.42%
	毛利率	41.27%	39.66%	39.95%	40.84%

数据来源: 公司公告, 西南证券

2.2 相对估值

根据我们的预测,预计公司 2018~2020 年营业收入分别为 134.5 亿元、168.1 亿元、232.7 亿元,净利润分别为 19.4 亿元、25.1 亿元、33.9 亿元,对应当前股价 19、15、11 倍 PE。公司是国内激光设备行业龙头企业,目前国内激光行业上市企业主要有大族激光、华工科技等,考虑公司未来业绩成长性,首次覆盖,给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值情况

公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
锐科激光	135.69	3.60	5.26	7.30	37.67	25.77	18.59
华工科技	11.34	0.45	0.61	0.81	25.21	18.73	13.98
平均值		-	-	-	31.44	22.25	16.29

数据来源：Wind，西南证券整理（截止到 2018 年 10 月 22 日）

3 风险提示

下游需求萎缩或核心器件研发不达预期或大客户订单量下滑的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	11560.09	13450.33	16814.85	23274.97	净利润	1710.76	1947.21	2509.67	3390.32
营业成本	6789.35	8116.42	10096.51	13769.78	折旧与摊销	195.30	324.04	373.91	422.60
营业税金及附加	111.54	132.44	165.70	229.69	财务费用	221.87	33.57	-3.23	309.27
销售费用	1135.46	1345.03	1647.86	2280.95	资产减值损失	109.90	0.00	0.00	0.00
管理费用	1537.94	1788.89	2185.93	3025.75	经营营运资本变动	-627.81	-693.95	-620.93	-1536.62
财务费用	221.87	33.57	-3.23	309.27	其他	363.54	2.32	1.18	-0.98
资产减值损失	109.90	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1973.56	1613.19	2260.60	2584.60
投资收益	-17.02	0.00	0.00	0.00	资本支出	-731.00	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-229.11	48.38	-14.55	-7.70
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-960.11	-451.62	-514.55	-507.70
营业利润	1866.97	2033.98	2722.10	3659.53	短期借款	620.80	-1682.36	0.00	0.00
其他非经营损益	-80.56	4.99	-23.53	-14.02	长期借款	147.69	0.00	0.00	0.00
利润总额	1786.40	2038.97	2698.57	3645.51	股权融资	0.96	0.00	0.00	0.00
所得税	75.65	91.75	188.90	255.19	支付股利	-213.41	-476.84	-554.27	-714.80
净利润	1710.76	1947.21	2509.67	3390.32	其他	-92.25	-481.81	3.23	-309.27
少数股东损益	45.71	3.00	3.00	3.00	筹资活动现金流净额	463.78	-2641.01	-551.03	-1024.08
归属母公司股东净利润	1665.04	1944.21	2506.67	3387.32	现金流量净额	1443.88	-1479.44	1195.01	1052.82
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2325.39	845.95	2040.97	3093.79	成长能力				
应收和预付款项	4155.06	5104.40	6345.27	8727.54	销售收入增长率	66.12%	16.35%	25.01%	38.42%
存货	2290.42	3049.89	3706.25	5159.53	营业利润增长率	170.12%	8.95%	33.83%	34.44%
其他流动资产	122.65	123.20	162.15	220.69	净利润增长率	126.78%	13.82%	28.89%	35.09%
长期股权投资	757.51	757.51	757.51	757.51	EBITDA 增长率	167.25%	4.70%	29.32%	41.99%
投资性房地产	475.23	426.86	441.41	449.11	获利能力				
固定资产和在建工程	1937.91	2217.81	2447.84	2629.18	毛利率	41.27%	39.66%	39.95%	40.84%
无形资产和开发支出	1109.68	1017.25	924.83	832.40	三费率	25.05%	23.55%	22.78%	24.13%
其他非流动资产	929.12	917.60	906.09	894.57	净利率	14.80%	14.48%	14.93%	14.57%
资产总计	14102.97	14460.48	17732.31	22764.32	ROE	23.49%	23.03%	24.10%	25.90%
短期借款	1682.36	0.00	0.00	0.00	ROA	12.13%	13.47%	14.15%	14.89%
应付和预收款项	4097.75	4673.29	5838.28	7997.75	ROIC	38.02%	32.10%	35.61%	43.23%
长期借款	340.85	340.85	340.85	340.85	EBITDA/销售收入	19.76%	17.78%	18.39%	18.87%
其他负债	698.29	989.55	1140.99	1338.02	营运能力				
负债合计	6819.25	6003.69	7320.12	9676.62	总资产周转率	0.94	0.94	1.04	1.15
股本	1067.07	1067.07	1067.07	1067.07	固定资产周转率	7.93	8.80	9.30	11.49
资本公积	791.82	791.82	791.82	791.82	应收账款周转率	3.80	3.34	3.40	3.56
留存收益	4825.26	6292.63	8245.04	10917.56	存货周转率	3.08	2.89	2.87	3.01
归属母公司股东权益	6981.45	8151.52	10103.92	12776.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.05%	—	—	—
少数股东权益	302.27	305.27	308.27	311.27	资本结构				
股东权益合计	7283.72	8456.78	10412.19	13087.71	资产负债率	48.35%	41.52%	41.28%	42.51%
负债和股东权益合计	14102.97	14460.48	17732.31	22764.32	带息债务/总负债	29.67%	5.68%	4.66%	3.52%
					流动比率	1.44	1.71	1.84	1.91
					速动比率	1.07	1.14	1.28	1.33
					股利支付率	12.82%	24.53%	22.11%	21.10%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	2284.14	2391.59	3092.78	4391.40	每股收益	1.56	1.82	2.35	3.17
PE	22.11	18.94	14.69	10.87	每股净资产	6.83	7.93	9.76	12.27
PB	5.05	4.35	3.54	2.81	每股经营现金	1.85	1.51	2.12	2.42
PS	3.18	2.74	2.19	1.58	每股股利	0.20	0.45	0.52	0.67
EV/EBITDA	15.07	14.31	10.66	7.26					
股息率	0.58%	1.30%	1.51%	1.94%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn