

锐科激光 (300747): 技术实力筑底, 静待爆发时机

2019年08月14日

强烈推荐/维持

锐科激光 公司报告

报告摘要:

公司具备自主研发的核心竞争力。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。在三位创始人的带领下,公司研发体系逐步趋于完善,公司技术人员占全公司员工总数的22%,研发支出逐年大幅提升,自2014年到2018年期间,公司营业收入从2.3亿元大幅提升到14.6亿元,研发支出占比仍然稳中有升,科研成果斐然,拥有专利共计153项,包括境外专利1项。

垂直整合产业链,国内市场销售份额稳步提升。公司通过自主研发及产业并购已掌握泵浦源、特种光纤、光纤耦合器、传输光缆、功率合束器、光纤光栅等激光器的核心原材料和元器件,掌握了关键技术并实现了规模化生产。通过对光纤激光器上游产业链的垂直整合,公司光纤激光器的研制能力、质量控制能力和成本管控能力得到大幅提高,市场竞争能力快速增长,从市场占有率数据来看,公司2018年市场占有率近18%,相比2017年提升了6pct。

激光器的降价会带来新应用场景的需求爆发。激光器由于技术进步带来功率提升,同功率的产品每年保持较大的价格降幅。价格较大幅度的下降一方面对公司的成本管控能力带来挑战,但另一方面产品售价的下降也会给激光器带来新应用场景的发展机遇。除了切割焊接,在增材制造、3D打印、医疗美容等方面的应用给激光器的应用提供广阔的市场空间。

盈利预测:我们预计公司19-21年实现营业收入分别为22.3/31.2/42.1亿元,归母净利润分别为5.5/6.8/8.9亿元,EPS为4.3/5.3/7.0元,对应PE分别为30/24/18X,维持“强烈推荐”评级。

风险提示:市场竞争激烈程度超出预期,新业务进展低于预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	951.83	1,462.03	2,230.56	3,124.44	4,211.85
增长率(%)	82.01%	53.60%	52.57%	40.07%	34.80%
净利润(百万元)	279.59	439.93	558.93	691.05	900.50
增长率(%)	216.55%	57.35%	27.05%	23.64%	30.31%
净资产收益率(%)	53.89%	21.26%	21.66%	21.49%	22.26%
每股收益(元)	2.89	3.86	4.31	5.34	6.98
PE	44.33	33.19	29.71	23.97	18.35
PB	23.91	8.06	6.44	5.15	4.08

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司是一家专门从事激光器及其关键器件和材料研发、生产和销售的企业,具备从材料到器件的垂直整合能力,提供光纤激光器、半导体激光器、超快激光器等各类激光器的激光解决方案。

未来3-6个月重大事项提示:

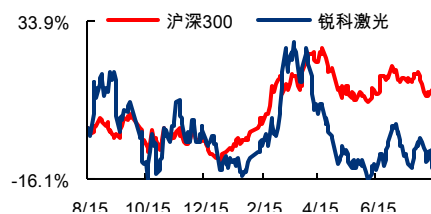
2019-8-15 分红派息、红股上市

2019-8-26 披露中报

交易数据

52周股价区间(元)	128.12-163.3
总市值(亿元)	163.99
流通市值(亿元)	84.05
总股本/流通A股(万股)	19200/9841
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	6.06

52周股价走势图



资料来源:wind、东兴证券研究所

首席分析师: 陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517080001

分析师: 龙海敏

021-25102913

longhm@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519060001

目 录

1. 公司以技术实力见长，构筑核心竞争力	3
1.1 公司研发系统完备，成绩斐然	3
1.2 目前整体下游需求疲软	3
2. 产业链垂直整合能力提升公司竞争实力	5
2.1 垂直整合提升成本和质量管控能力	5
2.2 自 2017 年开始激光器行业增速放缓	5
2.3 垂直整合能稳定公司的利润率水平	6
3. 激光器广泛的应用场景给行业爆发带来机遇	8
3.1 材料加工领域是最主要的激光应用场景	8
3.2 激光新的应用场景给激光器提供广阔的市场空间	9
4. 盈利预测	9
5. 风险提示	9

插图目录

图 1: 公司员工构成	3
图 2: 公司研发支出（百万元）及占营收比例（%）	3
图 3: 国内制造业工业增加值	4
图 4: 公司营收及增速情况	4
图 5: 脉冲系列产品部分原材料成本及降低情况	5
图 6: 连续系列产品部分原材料成本及降低情况	5
图 7: 2017 年以前全球激光器销售收入（亿美元）及 YOY	6
图 8: 全球光纤激光器预测市场规模（亿美元）及 YOY	6
图 9: 锐科公司毛利率净利率变化情况	7
图 10: IPG 公司毛利率净利率变化情况	7
图 11: 国内光纤激光器市场份额划分（%）	7
图 12: 激光器应用场景分类	8
图 13: 传统金属切削机床销量（万台）	8
图 14: 用于切割及焊接的固定资产投资完成额（亿元）	8

1. 公司以技术实力见长, 构筑核心竞争力

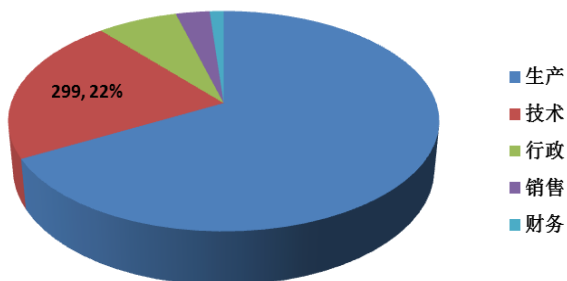
1.1 公司研发系统完备, 成绩斐然

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”。

闫大鹏博士曾就职于美国特种光纤及光纤器巨头 Nufern 公司, 于 2007 年归国创立锐科激光, 开创了国内光纤激光器的产业。在于 2009 年力邀曾任英国 GSI 公司激光部高级激光科学家的李成博士加盟, 填补了公司在高功率激光器领域的薄弱环节。在之后的产品研发中, 闫大鹏博士和李成博士发现高功率的激光器有 60%-70% 的成本来自于半导体, 公司迫切需要半导体封装领域的专家, 后来曾在一家美国公司做通信用半导体激光器研究的卢昆忠博士加盟, 将半导体占高功率激光器成本的比例降到了 20%-30%。

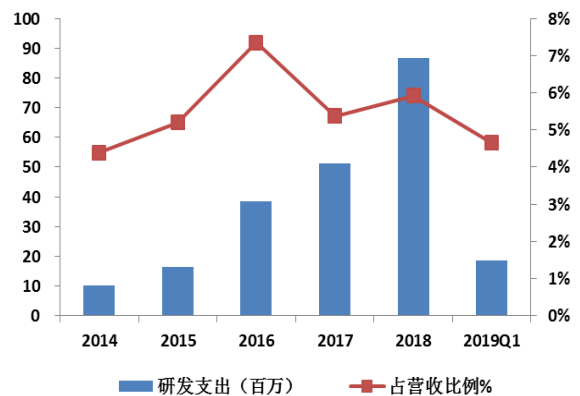
在三位创始人的带领下, 公司研发体系逐步趋于完善, 截止最新年报显示, 公司技术人员为 299 人, 占全公司员工总数的 22%, 研发支出逐年大幅提升, 自 2014 年到 2018 年期间, 公司营业收入从 2.3 亿元大幅提升到 14.6 亿, 研发支出占比仍然稳中有升, 夯实公司的技术积累。

图 1: 公司员工构成



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 公司研发支出 (百万元) 及占营收比例 (%)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

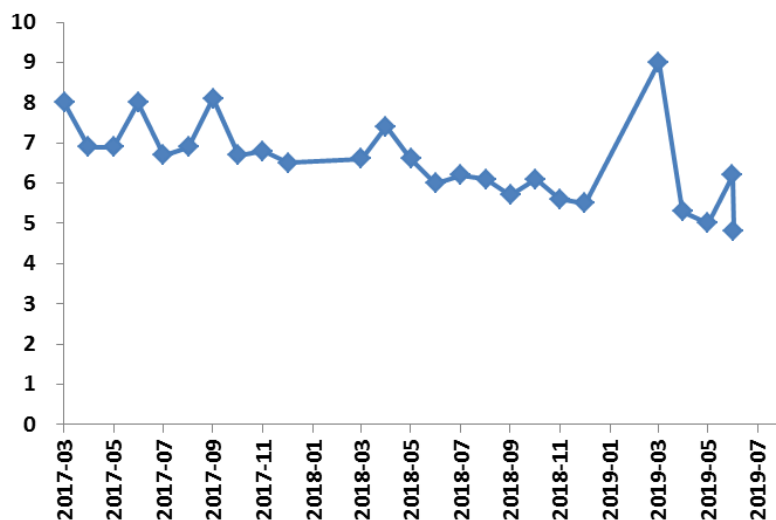
在科研成果方面也成绩斐然, 具备技术壁垒。公司自成立以来, 立足于自主研发, 取得了一系列与光纤激光器相关的科研成果, 公司牵头承担或参与的国家重大专项、国家重点研发计划、863 等科技项目共 14 项。公司及下属子公司拥有专利共计 153 项, 其中, 境外发明专利 1 项, 境内专利中发明专利 33 项, 实用新型专利 93 项, 外观设计专利 26 项, 同时公司及下属子公司拥有软件著作权 15 项, 公司及下属子公司共拥有 16 项注册商标权, 通过技术和产品的不断创新, 已形成一定的技术壁垒。

1.2 目前整体下游需求疲软

从国内制造业的工业增加值来看, 自 2017 年开始整体处于下行阶段, 到 2019 年 7 月下降到 4.8%, 短期

经济运行走势持续向下, 经济景气程度不佳。制造业工业增加值的持续低迷, 带来制造加工设备的需求疲软, 激光设备主要的应用在于制造加工领域, 由此必然带来整体行业对于激光器的需求萎靡。

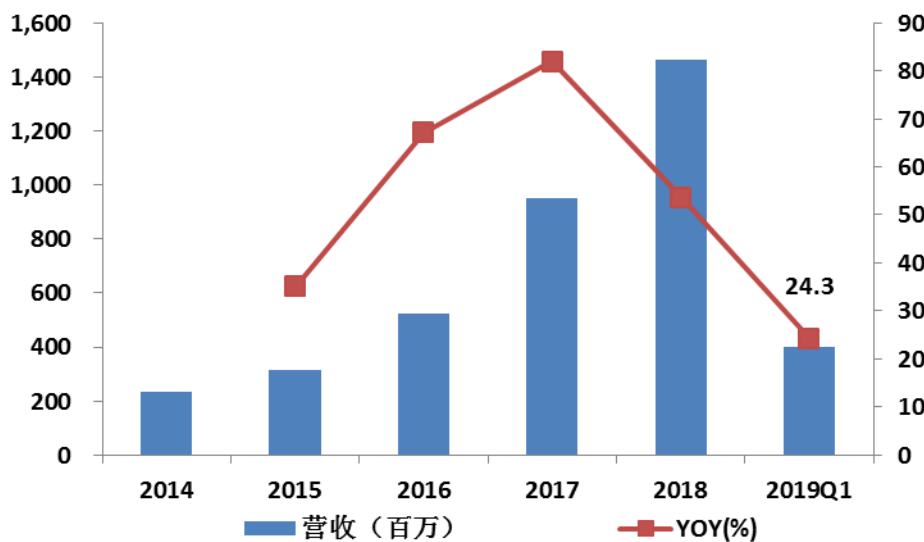
图 3: 国内制造业工业增加值



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

下游整体需求的萎靡直接影响产业链公司的营收, 国际巨头 IPG 二季度在中国营收下滑 19.4%, 锐科的营收增速虽然也出现大幅的下滑, 但公司采取了积极的市场应对措施, 让销售数量持续增长, 营业收入稳健提升, 在今年一季度仍然有 24.3% 的同比增长。

图 4: 公司营收及增速情况



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

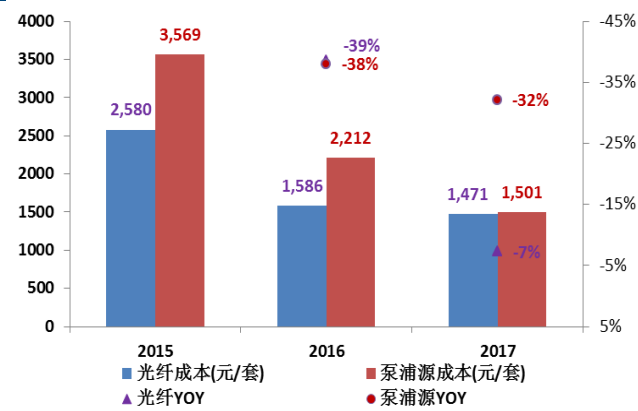
2. 产业链垂直整合能力提升公司竞争实力

2.1 垂直整合提升成本和质量管控能力

公司通过自主研发及产业并购已掌握泵浦源、特种光纤、光纤耦合器、传输光缆、功率合束器、光纤光栅等激光器的核心原材料和元器件, 掌握了关键技术并实现了规模化生产。通过对光纤激光器上游产业链的垂直整合, 公司光纤激光器的研制能力、质量控制能力和成本管控能力得到大幅提高, 市场竞争能力快速增长。

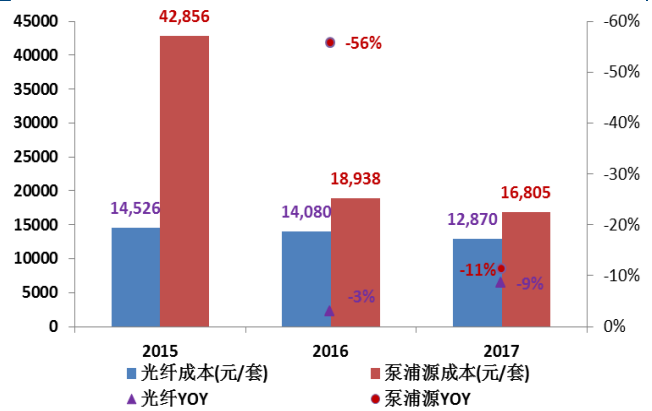
首先是成本的管控能力, 通过垂直整合, 公司具备了上游核心零部件的自制能力, 以核心的泵浦源和光纤为例, 从 2015 年和 2017 年采购成本数据对比可知, 脉冲系列产品的泵浦源和光纤成本分别下降 58% 和 43%, 而连续系列产品的泵浦源和光纤成本则分别下降 61% 和 11%。

图 5: 脉冲系列产品部分原材料成本及降低情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 6: 连续系列产品部分原材料成本及降低情况



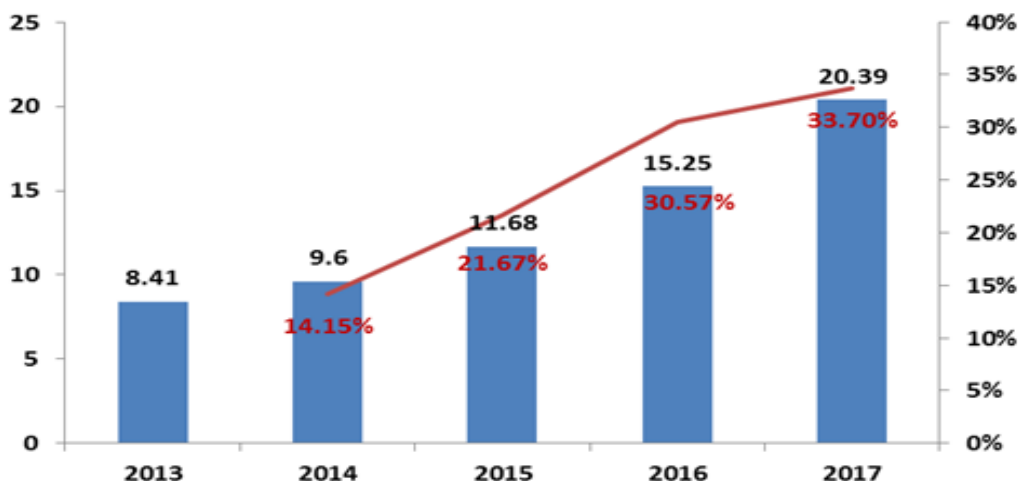
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

同时质量也获得同步提高, 质量提高能够降低产品返修率, 获取更广泛的客户认可, 从而带来可见的产品销量增长, 2018 年全年 2000W 及以上高功率连续光纤激光器产品的销售收入与去年同期相比增长 190.03%, 3,300W 连续光纤激光器收入增长 258.67%, 6,000W 连续光纤激光器收入增长 126.21%, 12kW 光纤激光器实现小批量销售。产品的畅销侧面印证公司质量管控能力的不断提升。

2.2 自 2017 年开始激光器行业增速放缓

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, 光纤激光器以其优势在快速地替代液体激光器、气体激光器以及传统固体激光器, 2016 年和 2017 年光纤激光器的增长速度超过 30%。

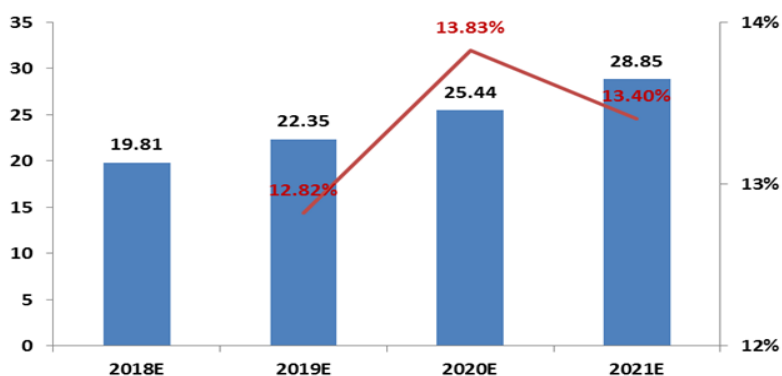
图 7: 2017 年以前全球激光器销售收入（亿美元）及 YOY



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

自 2017 年开始，激光器的销量增速开始放缓，以国内为例，2017 年中国光纤激光器市场销量总额不到 80 亿元人民币，2018 年中国光纤激光器市场销售总额仅 82 亿元人民币左右，基本维持平稳规模，引用 Technavio 的预测数据，全球光纤激光器未来几年仍然呈平稳增长的趋势，增速在 13% 左右。

图 8: 全球光纤激光器预测市场规模（亿美元）及 YOY



资料来源：Technavio，东兴证券研究所

2.3 垂直整合能稳定公司的利润率水平

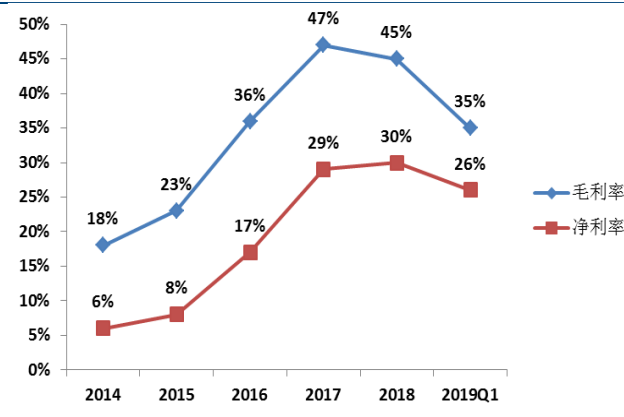
行业增速的放缓，对于行业内公司的竞争能力要求提高。

激光器由于技术进步带来功率提升，同功率的产品每年保持较大的价格降幅，通过垂直整合之后提高成本的把控，研发更高功率的泵浦源产品、特种光纤产品和光纤光栅等核心零部件和原材料，为后续产品的进一步优化和升级提供了有力的支撑，从而使公司在面临激烈的市场竞争及应对竞争对手的产品调价

时, 方能保持主动, 保持了合理的毛利水平, 提升了公司的盈利能力。

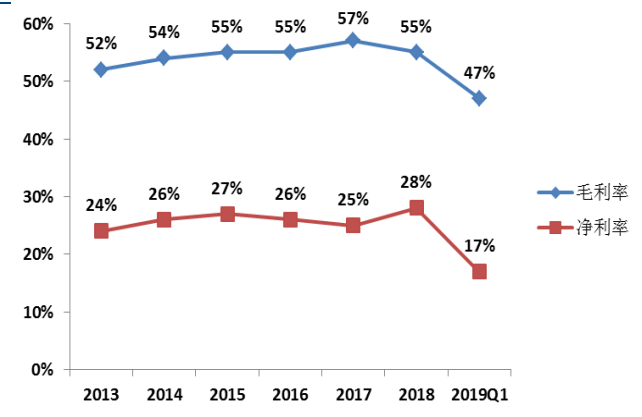
锐科公司和 IPG 公司在 2017 年以后均出现毛利率下滑, 进入 2019 年后, 从 Q1 的数据看到毛利率和净利率均出现进一步的下滑, 但相对 IPG 净利率的下降幅度, 锐科公司的净利率仍然能维持稳定。

图 9: 锐科公司毛利率净利率变化情况



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

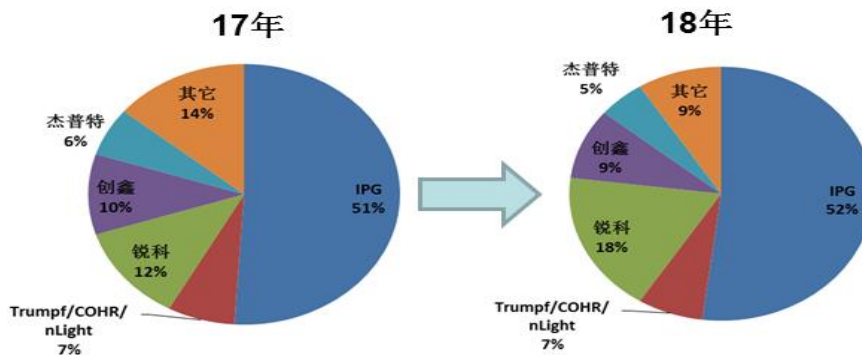
图 10: IPG 公司毛利率净利率变化情况



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

从整体市占率方面来看, 行业增速放缓时龙头的优势更加明显, IPG 仍然占据国内一半的市场份额, 同时国内的光纤激光器龙头锐科的市占率获得了显著的提升, 从 2017 年的 12%, 提升到了 2018 年的 18%。

图 11: 国内光纤激光器市场份额划分 (%)



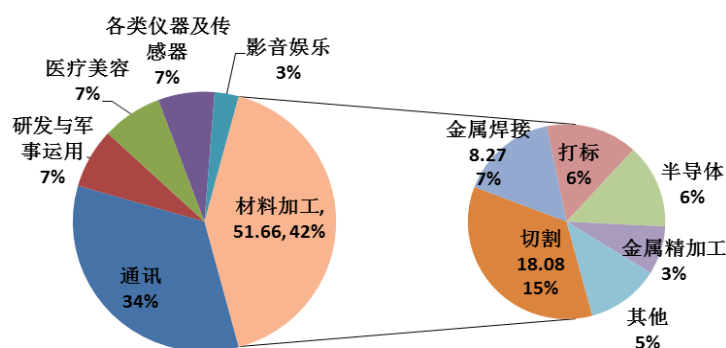
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

3. 激光器广泛的应用场景给行业爆发带来机遇

3.1 材料加工领域是最主要的激光应用场景

激光是一种高端制造的加工手段，先进的生产方式才能促进制造业的转型升级，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，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 12: 激光器应用场景分类

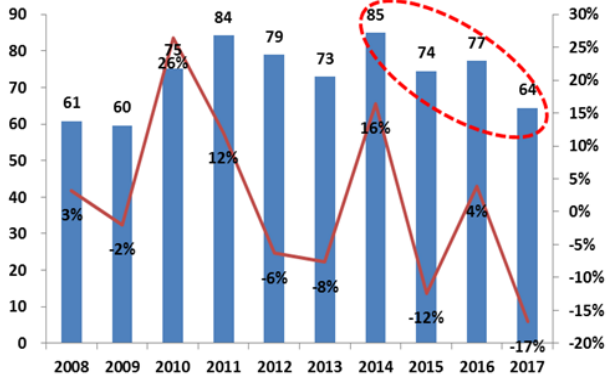


资料来源：Laser Markets Research/Strategies Unlimited，东兴证券研究所

激光加工的市场空间主要来源于对传统加工方式的替换，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% 的设备投资高速增长阶段将在 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，给激光加工设备提供了广阔的替换空间。

图 13: 传统金属切削机床销量（万台）

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



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

3.2 激光新的应用场景给激光器提供广阔的市场空间

激光加工由于其便捷和高效性, 在其他众多领域也有广泛的应用。例如在大型飞机机翼的焊接、在造船领域中军舰和航母甲板的焊接也能发挥重要作用, 另外在增材制造和 3D 打印中, 也必须使用光纤激光作为光源。还有用在医疗和美容领域的超快激光, 也需要使用光纤激光器。

锐科通过收购国神光电, 快速切入超快激光器的领域, 2019 年超快激光器将会促进激光产业新一轮增速, 超快激光市场增长速度预计是整个激光市场增速的两倍, 收购国神光电后, 将进一步提升锐科激光规模, 完善产业布局, 为锐科增添极具发展前景的新业务。

4. 盈利预测

我们预计公司 19-21 年实现营业收入分别为 22.3/31.2/42.1 亿元, 归母净利润分别为 5.5/6.8/8.9 亿元, EPS 为 4.3/5.3/7.0 元, 对应 PE 分别为 30/24/18X, 维持“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

市场竞争激烈程度超出预期, 新业务进展低于预期。

附表: 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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	577	2167	2554	3251	4113	营业收入	952	1462	2231	3124	4212
货币资金	166	328	363	626	951	营业成本	508	799	1377	1949	2656
应收账款	51	220	122	171	231	营业税金及附加	10	15	24	33	45
其他应收款	1	3	4	6	8	营业费用	29	63	100	187	253
预付款项	14	58	79	108	148	管理费用	72	28	91	156	211
存货	197	283	528	747	1019	财务费用	2	-3	-7	1	32
其他流动资产	4	1122	1122	1122	1122	资产减值损失	10.39	8.64	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	189	220	455	683	1081	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	14.28	0.00	0.00	0.00
固定资产	146.05	164.24	280.64	511.03	911.43	营业利润	325	508	646	798	1041
无形资产	28	26	99	97	94	营业外收入	1.41	1.83	2.00	2.00	2.00
其他非流动资产	0	4	0	0	0	营业外支出	0.72	0.96	1.00	1.00	1.00
资产总计	767	2387	3010	3934	5194	利润总额	326	509	647	799	1042
流动负债合计	193	287	386	567	838	所得税	47	69	88	108	141
短期借款	0	0	26	0	0	净利润	280	440	559	691	900
应付账款	74	194	200	283	386	少数股东损益	2	7	7	7	7
预收款项	49	20	109	234	403	归属母公司净利润	277	433	552	684	893
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	EBITDA	373	551	674	871	1150
非流动负债合计	48	46	50	150	300	EPS (元)	2.89	3.86	4.31	5.34	6.98
长期借款	0	0	50	150	300	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	240	333	436	717	1138	成长能力					
少数股东权益	12	19	26	33	40	营业收入增长	82.01%	53.60%	52.57%	40.07%	34.80%
实收资本(或股本)	96	128	128	128	128	营业利润增长	225.12%	56.11%	27.07%	23.68%	30.35%
资本公积	42	1129	1129	1129	1129	归属于母公司净利	27.61%	23.94%	27.61%	23.94%	30.62%
未分配利润	336	699	1113	1626	2296	获利能力					
归属母公司股东权益	514	2034	2548	3184	4015	毛利率(%)	46.60%	45.32%	38.27%	37.63%	36.94%
负债和所有者权益	767	2387	3010	3934	5194	净利率(%)	29.37%	30.09%	25.06%	22.12%	21.38%
现金流量表						总资产净利润(%)	36.15%	18.12%	18.34%	17.39%	17.20%
						ROE(%)	53.89%	21.26%	21.66%	21.49%	22.26%
经营活动现金流	204	262	298	538	745	偿债能力					
净利润	280	440	559	691	900	资产负债率(%)	31%	14%	14%	18%	22%
折旧摊销	45.95	46.96	0.00	72.20	102.20	流动比率	3.00	7.55	6.62	5.73	4.91
财务费用	2	-3	-7	1	7	速动比率	1.98	6.56	5.25	4.41	3.69
应收账款减少	0	0	98	-49	-60	营运能力					
预收帐款增加	0	0	89	125	168	总资产周转率	1.48	0.93	0.83	0.90	0.92
投资活动现金流	-31	-1184	-196	-300	-500	应收账款周转率	20	11	13	21	21
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	12.41	10.91	11.33	12.94	12.60
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	14	0	0	0	每股收益(最新摊)	2.89	3.86	4.31	5.34	6.98
筹资活动现金流	-78	1084	19	25	80	每股净现金流(最新)	0.99	1.27	0.94	2.06	2.54
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.36	15.89	19.90	24.87	31.37
长期借款增加	0	0	50	100	150	估值比率					
普通股增加	0	32	0	0	0	P/E	44.33	33.19	29.71	23.97	18.35
资本公积增加	-42	1087	0	0	0	P/B	23.91	8.06	6.44	5.15	4.08
现金净增加额	95	162	121	263	325	EV/EBITDA	32.51	29.14	23.89	18.28	13.69

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	锐科激光 (300747.SZ): 收购国神光电 51%股权落地, 超快激光助力公司远行	2019-06-06
公司	锐科激光 (300747.SZ): 2018 年报点评, 高功率产品持续发力, 公司稳步成长	2019-04-18
公司	锐科激光 (300747.SZ): 预计盈利 4-4.6 亿, 业绩增幅符合预期	2018-12-11
公司	锐科激光 (300747.SZ): 激光重器, 锐科崛起	2018-08-23

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，机械军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

龙海敏

机械行业研究员，华中科技大学材料成型及控制工程学士，清华大学机械工程硕士，5年项目运营及企业管理经验，2017年加入东兴证券研究所，从事机械行业研究。

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。