

大族激光 (002008)

公司研究/深度报告

激光系列报告一：业绩拐点将至，看好设备龙头迎来高增长

深度研究报告/电子元器件

2019 年 10 月 08 日

报告摘要：

● 苹果将迎创新大年

预期苹果将于 2020 年推出 5G 手机，包括外观件、天线、基带等多个零部件的潜在设计改变将带来激光设备的增量空间，叠加强劲换机需求，保守估计明年苹果业务有望产生 32 亿营收，同比增长 78%。苹果业务的毛利率高于公司其他业务毛利率，因此苹果业务增长将有效改善产品结构，带来整体毛利率水平提升。

● OLED、锂电池、半导体有望维持高景气度

1) 面板：2019 年公司面板业务预计将保持高速增长，有望达到 10 亿元，其中 OLED 营收超过 50%。我们认为 2020、2021 年公司面板业务有望同比+35%和 26%，主要基于公司在面板行业的地位及国内 OLED 产线的顺利投产。2) 新能源：受益下游大客户产能持续扩充，2019 年公司新能源业务营收有望增长至 12 亿元，同比+87%。国内其他动力电池供应商包括比亚迪、国轩高科等产能也将持续扩大，公司作为国内激光器龙头厂商，将受益下游产能的扩充。我们预计 2020-2021 年公司新能源业务将持续稳步增长，同比分别+30%和 30%。3) 半导体有望接力成为下一个高增长点。预计今年半导体相关设备订单同比增长近 4 倍，已打通国内主流封测厂，证明公司实力。预计明年半导体仍维持数倍增速，接力 PCB、锂电成为新的增长亮点。

● PCB和新能源下游需求有望复苏

1) 2019 年，受下游需求疲软、中美贸易摩擦及华为事件的影响，PCB 厂商扩产进度放缓，公司 PCB 业务将同比下滑 30%。2020 年，我们认为 PCB 行业景气度有望复苏，增长动力主要来自 5G 基础设施投资加速、智能手机需求复苏、5G 和产品轻量化驱动 PCB 产品持续升级。2) 2020 年我们保守估计大功率业务将维持个位数增长，毛利率有望企稳，主要因上游激光器厂商 IPG、锐科等在过去三个季度中毛利率下跌剧烈，大部分二三线厂商已处于盈亏平衡线附近，预估明年价格压力可能减轻。

推荐

维持评级

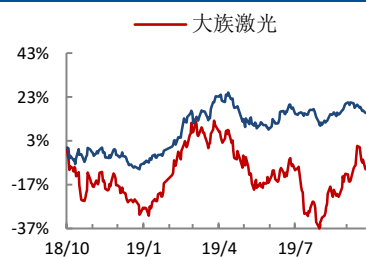
当前价格： 35.55 元

交易数据

2019-9-30

近 12 个月最高/最低(元)	44.59/24.93
总股本(百万股)	1,067
流通股本(百万股)	993
流通股比例(%)	93.10
总市值(亿元)	379
流通市值(亿元)	353

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：胡独巍

执业证号： S0100518100001

电话： 010-85127512

邮箱： huduwei@mszq.com

相关研究

- 1.【民生电子】大族激光 (002008) 公司点评：期权激励彰显业绩信心
- 2.大族激光 (002008) 公司点评：各业务板块表现靓丽，业绩增长强劲

● 投资建议

我们预测公司 19-21 年 EPS 分别为 0.81/1.47/1.61 元, 选取华工科技 (激光设备商)、锐科激光 (激光器供应商)、汇川技术 (大陆工控龙头) 及苹果核心供应商立讯精密、鹏鼎控股和韦尔股份做可比公司, 给予公司 2019 年 57 倍 P/E, 维持 “推荐” 评级。

● 风险提示

苹果业务可能不及预期、公司其他业务可能不及预期、国际局势动荡带来公司业绩可能不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	11,029	10,200	13,027	14,747
增长率 (%)	-4.6%	-7.5%	27.7%	13.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,719	866	1,564	1,713
增长率 (%)	3.2%	-49.6%	80.6%	9.5%
每股收益 (元)	1.61	0.81	1.47	1.61
PE (现价)	24.7	49.0	27.1	24.8
PB	5.1	4.6	3.9	3.4

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

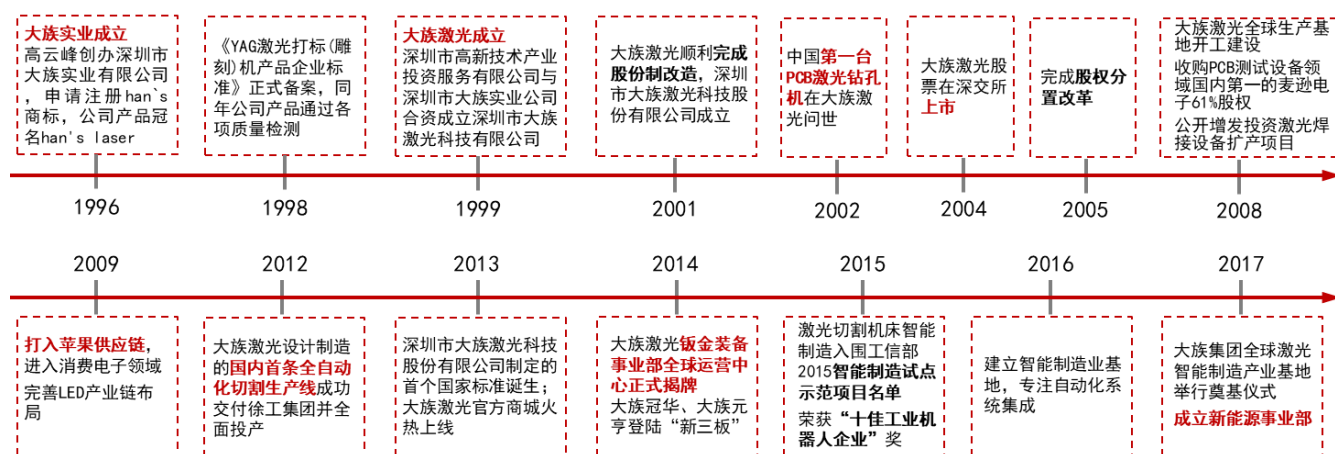
目录

一 国内激光设备龙头，在周期震荡中体量不断迈上新台阶	4
二 消费电子大年将至，有望扭转今年颓势	8
三 OLED、锂电池业务、半导体有望持续维持可观增长	11
四 PCB 和大功率下跌局势有望改善，正向贡献公司业绩	16
五 盈利预测与投资建议	19
六 风险提示	20
插图目录	22
表格目录	22

一 国内激光设备龙头，在周期震荡中体量不断迈上新台阶

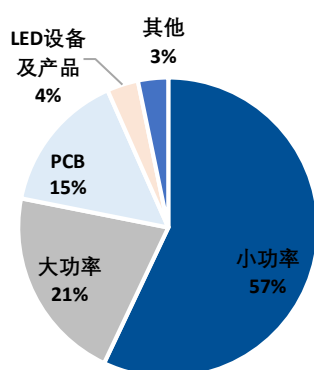
公司是国内激光设备龙头，创立于 1999 年，2004 年上市，2005 年完成股权分置改革。作为设备商，公司横向纵向拓展能力强，横向可拓展到不同应用领域，纵向可向上游光源和关键零部件延伸。公司从最初的小功率激光打标→增加布局 PCB+LED→突破大功率、进入苹果→光纤激光器切割/新能源/OLED/半导体等领域，涉及包括打标、焊接、切割、PCB 钻孔、工业机器人等 200 余种工业激光设备和智能装备解决方案，是国内唯一能提供全系列激光装备的厂商。公司业务根据功率的大小和应用领域的不同可以分为小功率、大功率、PCB、LED 设备及产品，小功率激光器已广泛用于消费电子、锂电池、面板等诸多领域。

图 1：公司具有超过二十年行业经验



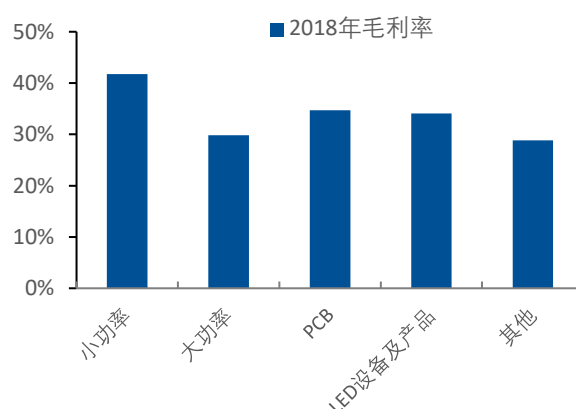
资料来源：公司网站，民生证券研究院

图 2：公司业务构成情况



资料来源：wind，产业链调研，民生证券研究院

图 3：公司各业务毛利率情况

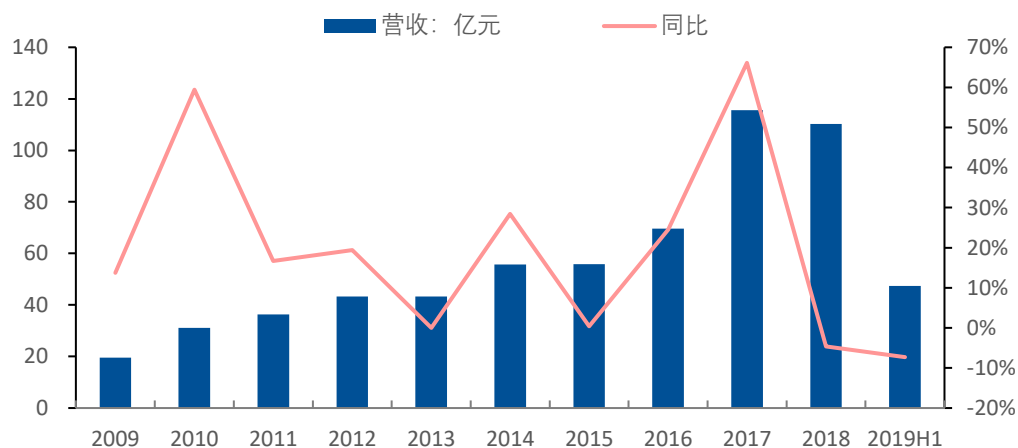


资料来源：wind，产业链调研，民生证券研究院

在发展的二十年间，公司体量在周期震荡中体量不断迈上新台阶。公司在 2009 年进入苹果供应链后，苹果逐步成为公司第一大客户，公司业务受苹果创新周期影响明显，但受益下游渗透率提升和公司产品线的不断拓展，公司收入不断迈上新台阶，2009-2018 年收入 CAGR

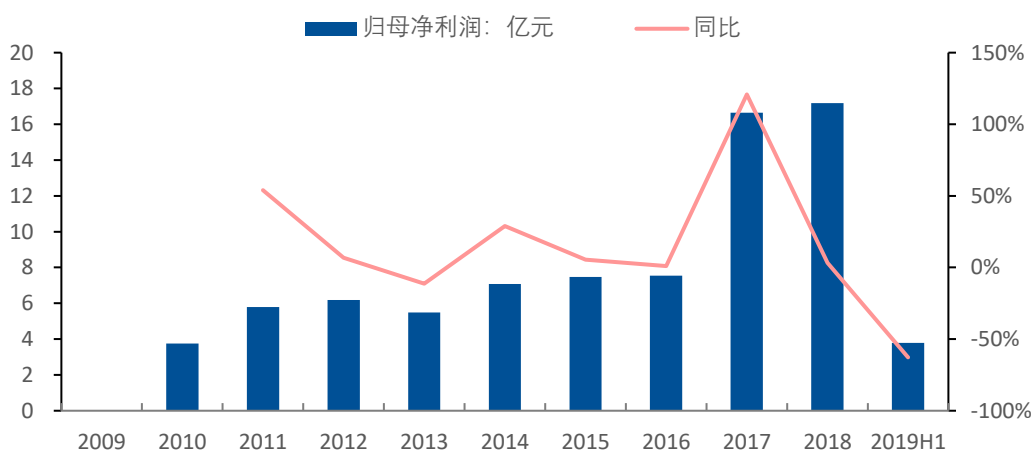
达 21%，从 19.5 亿提升至 110 亿，归母净利润 CAGR 高达 103%，从 0.03 亿提升至 17.2 亿元。

图 4：公司营收在周期震荡中不断迈上新台阶



资料来源 wind，民生证券研究院

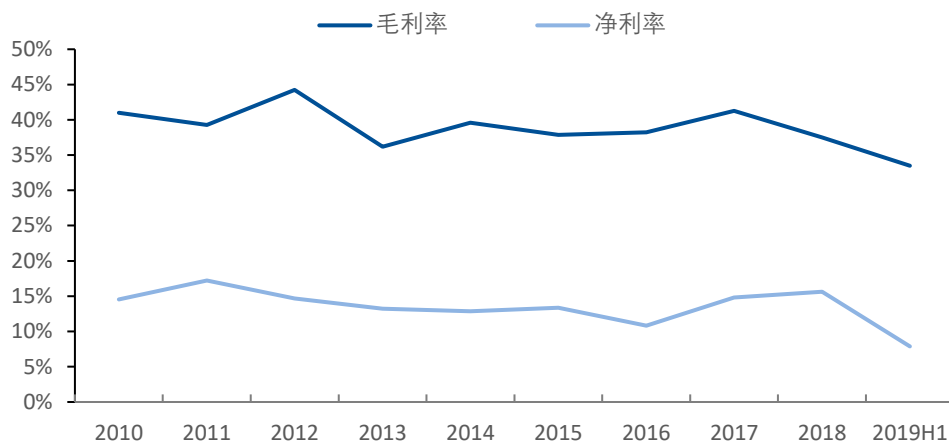
图 5：公司归母净利润在周期震荡中不断迈上新台阶



资料来源：wind，民生证券研究院

2010-2018 年，公司毛利率基本维持在 40% 上下，净利率稳态下基本上可以保持 13% 左右水平。

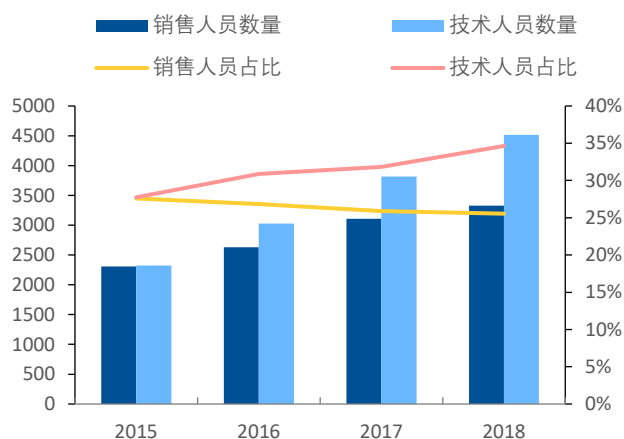
图 6：公司毛利率和净利率变化情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

公司作为国内激光设备龙头厂商, 竞争优势明显。公司具备大规模供货能力保障和优质的售后服务能力。公司主要激光器供应商为 IPG、SPI 等全球顶级激光器厂商, 质量一流, 公司产品种类丰富, 可提供一站式服务能力, 多达 3300 人的销售团队和 4500 人的技术团队保障快速的响应能力和售后服务能力。公司也已建立良好的客户关系。苹果的小功率激光产品公司份额高达 7 成以上, 在新能源、PCB、半导体等领域也已切入宁德时代、深南电路、崇达技术、景旺电子、沪士、健鼎、臻鼎、长电科技、华天科技、晶方科技等优质客户。

图 7: 强大的销售团队和技术团队为公司提供保障



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

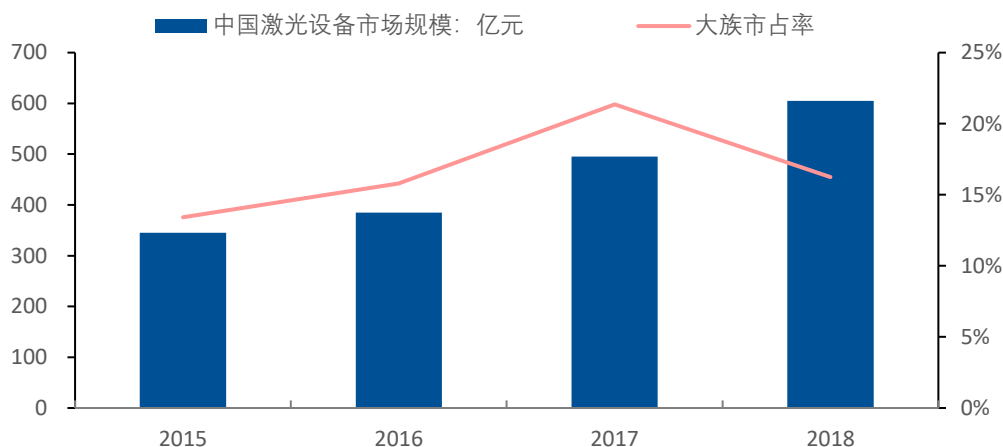
图 8: 公司客户优质



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

目前, 我国激光设备市场规模为 600 亿元, 公司市占率仅约为 15-20%, 而我国是全球最大激光加工设备市场, 占全球市场规模的一半以上。我们认为公司凭借不断加强的竞争优势叠加激光器持续向快/准/亮方向发展&成本持续优化带来应用领域加速渗透, 再考虑国产化替代趋势, 公司体量仍有数倍增长空间。

图 9：公司仍有较大发展空间

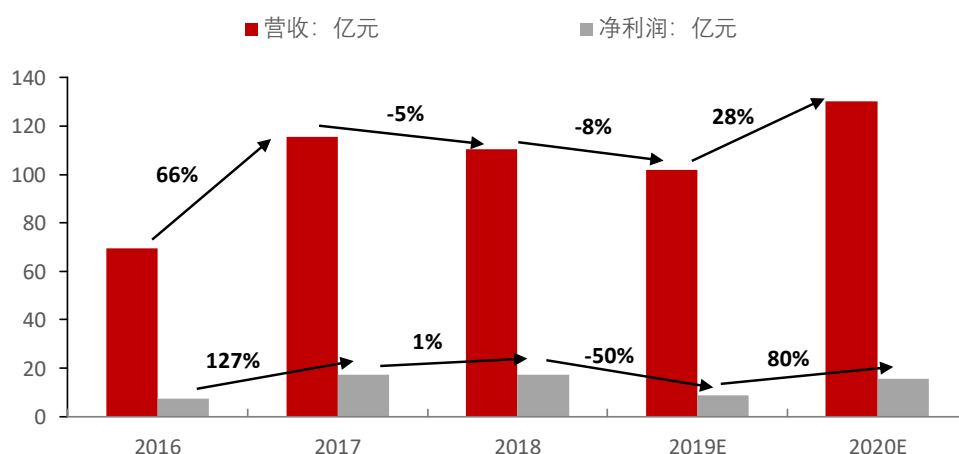


资料来源：激光产业发展报告，民生证券研究院

作为附属产业，激光行业公司业绩与下游景气度高度相关。2019H1，因受 iPhone 创新缺乏、宏观经济不及预期、中美贸易摩擦等因素影响，激光设备需求疲软，公司营收和毛利率都出现明显的下降，我们预期全年营收同比下滑 8%，毛利率相比去年同期下滑 4.7%，净利润同比下滑 50%。

2020 年需求反弹是市场关注焦点。我们认为明年公司营收有望强力反弹，主要因为明年 iPhone 将迎来创新周期、OLED 和锂电池业务有望持续维持旺盛需求、PCB 和大功率需求潜在复苏。我们预计明年营收将同比增长 28%，达 130 亿元。

图 10：公司营收和归母净利润有望在 2020 年迎来显著反弹



资料来源：wind，民生证券研究院

二 消费电子大年将至，有望扭转今年颓势

苹果对产品工艺的高要求带来小功率激光设备在消费电子领域的广泛应用。以智能手机为例，激光设备可用于打标、精密切割、精密焊接等功能，涉及包括外壳、摄像头、显示屏、天线、电池、扬声器、无线充等诸多零部件。消费电子创新特别是苹果的创新是带来激光设备在消费电子领域增长的主要动力。

图 11：激光设备可用于手机加工的多个零部件



资料来源：产业链调研，民生证券研究院

图 12：激光设备也用于智能手表加工的多个零部件

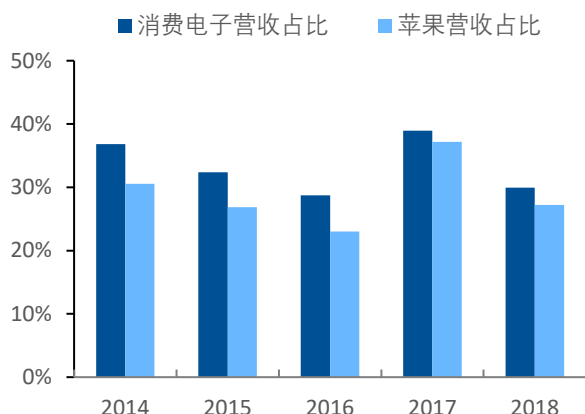


资料来源：产业链调研，民生证券研究院

公司是苹果激光设备的主力供应商，2009 年就已进入苹果供应链，至今已和苹果深度绑定十年之久。近年来，公司占苹果小功率设备的份额保持在 7 成以上，激光器自制率已达到 50%。

苹果业务占公司营收的比例区间为 23%-37%，且苹果业务的毛利率明年高于公司其他业务的毛利率水平，假设按 45% 计算，则贡献毛利润的比例区间为 27%-41%。公司业绩受苹果创新周期影响明显。

图 13：苹果业务占公司营收的比例区间为 23%-37%



资料来源：产业链调研，民生证券研究院

图 14：苹果业务贡献公司毛利润的比例区间为 27%-41%



资料来源：产业链调研，民生证券研究院

2018 年和 2019 年 iPhone 创新缺乏，导致对激光设备需求疲软，公司苹果业务营收下降明显，从而带来公司业绩下降。2020 年，苹果将迎来创新大年，叠加 5G 时代来临，我们认为公司苹果业务有望反弹，若苹果业务反弹，将能有效改善公司的产品结构，从而带来整体毛利率水平的提升。苹果可能带来激光设备需求的创新点包括但不限于：

- 1) 预测 iPhone 机壳的形状和材料会有所变化，带来激光精密切割设备和焊接设备的增量。目前，市面上的机壳材质包括金属、玻璃、塑料和陶瓷等，在 5G 时代，金属干扰严重，且在无线充电时金属机壳会产生涡旋电流影响充电销量，因此转向金属中框+玻璃/陶瓷后盖是大势所趋，此外有报道称明年苹果将减小中框的面积甚至去掉中框。
- 2) 摄像头可能持续升级。摄像头是创新之眼，拍照的刚需带来手机摄像头从单摄→双摄→三摄，若摄像头持续升级或部件加工工艺变化将有望带来激光设备增量。
- 3) 5G 时代天线升级。有媒体报道明年苹果大概率推出支持 5G 功能的 iPhone，实际上苹果和高通的协议和解将有力推动苹果推出支持 5G 功能智能手机的进程。5G 时代要求高频高速，传统同轴电缆、PI FPC 已不能满足要求，材质有望升级到 m-PI 和 LCP。此外天线数量也将增加，LTE 智能手机搭载 6-8 根天线，5G 智能手机搭载 8-11

根甚至更多数量的天线，增加的部分主要为 mmwave 天线，这将带来激光精密切割设备需求。

- 4) 5G 手机高频高速、小型化、电池容量增加对相关的零组件要求更精细化，也可能带来激光设备用量的增加。

表 1：不同机壳材质比较

	感官档次	硬度及耐磨性	导热性	脆性	电磁屏蔽性	无线充电	成本
金属	较高	较差（莫氏硬度~5.5）	好（热传导率~16.2 W/(m·K)）	好（锻炼韧性~80 MPa/m2）	影响大	不支持	低
玻璃	高	较好（莫氏硬度~6.5）	一般（热传导率~2 W/(m·K)）	差（锻炼韧性~2-5 MPa/m2）	无	支持	较高
陶瓷	高	好（莫氏硬度~8.5）	一般（热传导率~2-3 W/(m·K)）	较好（锻炼韧性~15-30 MPa/m2）	无	支持	高

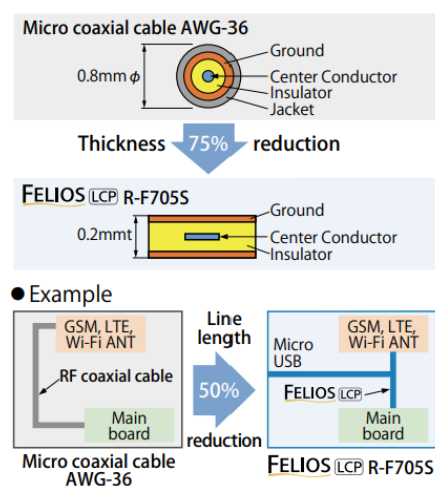
资料来源：搜狐，艾邦陶瓷与粉末冶金展，民生证券研究院

表 2：LCP 是 FPC 中性能最好的材质

	PI	m-PI	LCP
信号损耗	高	中	低
吸收率	高	中	低
尺寸稳定性	低	中	高
成本	1x	1.2x	2-2.5x

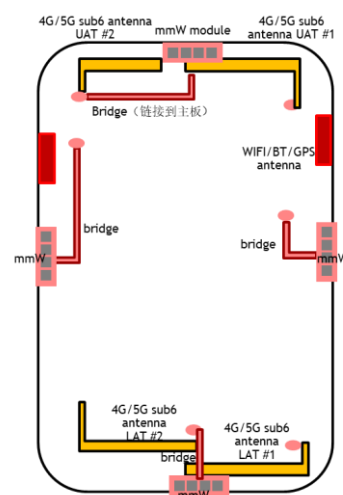
资料来源：产业链调研，民生证券研究院

图 15：LCP 材料比 PI 材料更节省空间



资料来源：松下，民生证券研究院

图 16：5G 智能手机单机搭载 8-11 根天线甚至更多



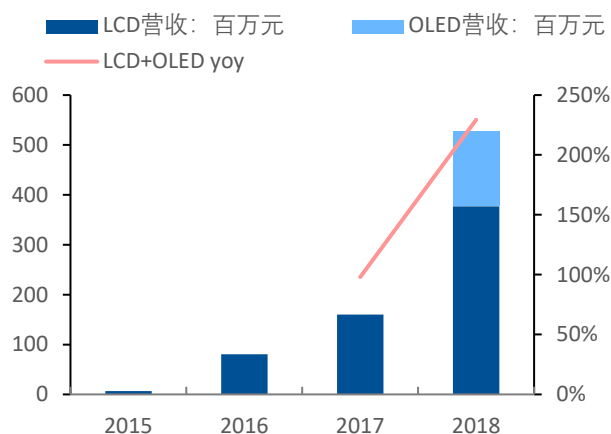
资料来源：产业链调研，民生证券研究院

三 OLED、锂电池业务、半导体有望持续维持可观增长

3.1 显示面板业务开拓成效显著，OLED 成未来增长动力

公司面板业务发展至今超过八年历史，已成为显示面板核心供应商。该业务由成立于 2011 年初的大族显示与半导体事业部负责。2013 年，公司推出激光液晶修复设备，正式进入面板行业；2016 年推出 OLED 玻璃切割设备，正式进入新型显示 OLED 行业。同年，公司 LCD 营收约 1 亿元，获得国内主流面板厂商包括京东方、华星光电等连续多年规模采购。2017 年，公司面板业务营收同比增长 98%，激光切割、激光修复、激光剥离、画面自动检测设备在 OLED 领域通过多家客户验证。2018 年，公司面板业务营收同比大增 230%，达 5.3 亿元，柔性切割、修复、倒角、画面自动化监测设备在多家客户处成功验证并顺利投产。

图 17：公司面板业务增长迅速



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图 18：公司显示面板部分产品



资料来源：大族显示与半导体事业部，民生证券研究院

2019 年公司面板业务预计将保持高速增长，有望达到 10 亿元，其中 OLED 营收超过 50%。我们认为 2020、2021 年公司面板业务有望维持可观增长，主要基于公司在面板行业的地位及国内 OLED 产线的顺利投产。根据统计数据，2019-2021 年京东方、华星光电、和辉光电、深天马等国内面板大厂 OLED 产线均将逐步投产，公司是京东方、华星光电等国内主力面板厂商的认证供应商，将显著受益。考虑到 6-18 个月的安装周期，公司面板设备需求能见度较高，预计 2020/2021 年公司 OLED 业务营收进一步同比提升，而考虑到国内 LCD 产能扩充有限，公司 LCD 业务营收可能将有所衰减。

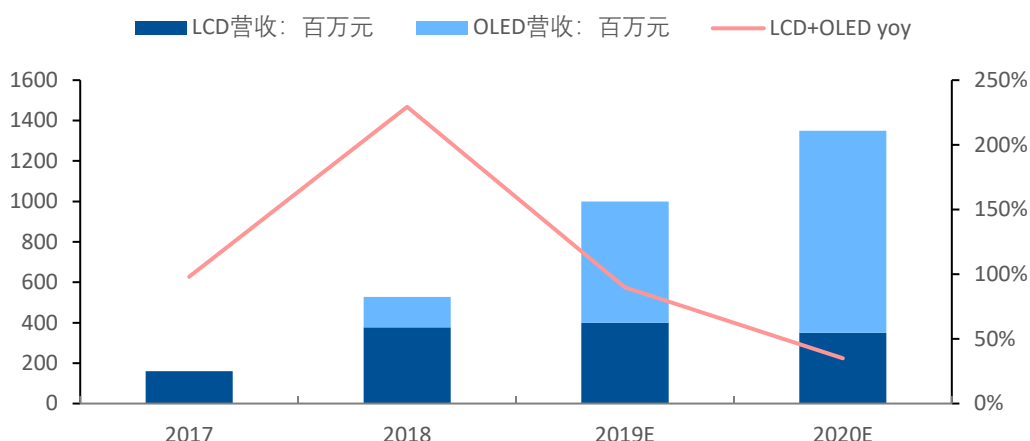
表 3：2019-2021 年国内面板厂商 OLED 产线将逐步量产

工厂	世代	投资额 (亿元)	产能 (k/月)	开工时间	量产时间
京东方重庆 B12 柔性 AMOLED 项目	6	465	48	2018H2	2021H1
京东方福州项目柔性 AMOLED 项目	6	465	48	2019H2	
华星 t7 OLED 项目	11	426.8	90	2018H2	2021H1
和辉光电 AMOLED 上海项目二期	6	272.78	30	2016H2	2019H2

深天马武汉 AMOLED 二期项目	6	145	37.5	2018H2	2020H1
深天马厦门柔性 AMOLED 项目	6	480	48	2019/8/12 签署框架协议	
维信诺 AMOLED 合肥项目	6	440	30	2018H2	2021H1
维信诺广州柔性 AMOLED 项目	6	112		2019/8/8 签署项目投资协议	

资料来源：产业链调研，互联网，民生证券研究院

图 19：公司面板业务有望维持高增长

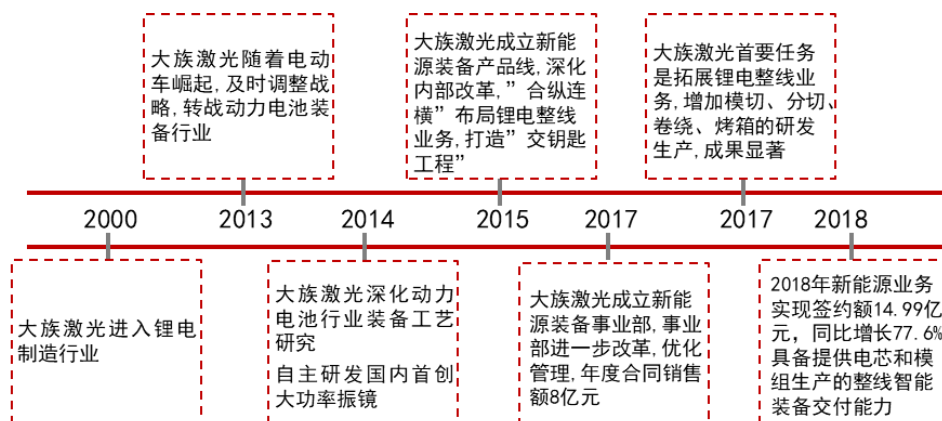


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 新能源获标杆客户认可，将持续受益下游产能扩充

公司新能源业务已具备 19 年历史，获得标杆客户认可。供公司新能源业务由大族激光新能源事业部负责，2000 年公司进入锂电制造行业，并以深圳为中心深化电池行业的知名企业合作，2013 年随着电动车的崛起，公司及时调整战略，转战动力电池装备行业。为了深化动力电池行业装备工艺研究，公司于 2014 年自主研发了国内首创大功率振镜，并于 2015 年成立新能源装备产品线，通过“合纵连横”布局锂电整线业务，2017 年成立新能源装备事业部，年度合同销售额 8 亿元，2018 年实现营收 15 亿元，同比+78%，已能提供电芯和模组生产的整线智能装备交付。目前，公司已成为主流电池供应商包括宁德时代、亿纬锂能、欣旺达等供应商。

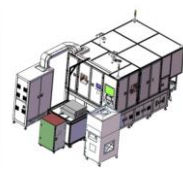
图 20：大族激光新能源事业部发展脉络清晰



资料来源: 大族激光新能源事业部, 民生证券研究院

公司新能源事业部可提供丰富产品种类和专业定制化系统。该业务产品包括整线系产品、电芯产品、模组产品、软包产品及新产品系统5部分, 专门服务于新能源锂电行业, 为客户提供专业定制的自动化设备系统广泛应用在模组、PACK、软包、电芯等整线系统。目前事业部已能提供包括搅拌、涂布、模切、电芯装配、烘烤、智能激光焊接、注液、模组组装、PACK 组装、检测等锂电制造的各整线设备, 并配备先进的 MES 生产管理系统, 提高电池制造的前、中、后段整线装备数字化、信息化、网络化串联程度。

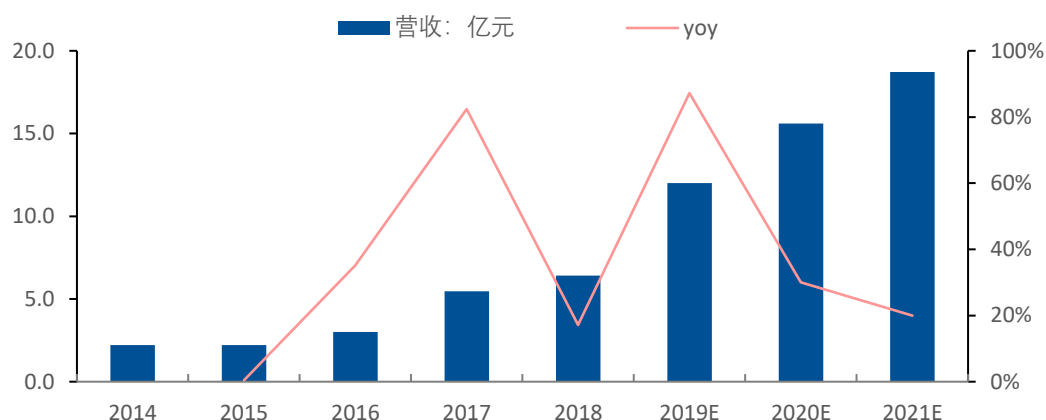
图 21: 大族激光新能源事业部提供五大系列产品

主要产品	产品分类	产品简介	图片
整线系产品	18650 模组生产线自动化	功能包含倍速链流水线、上料模组夹具自动定位、模组自动打标/模组扫码自动识别等。	
电芯产品	15PPM 全自动密封钉焊接方案(117Ah)	为动力电池的密封钉焊接自动线, 采用1500W 连续激光机、DD 马达组成多工位的旋转循环布局、自动上下料的全自动模式。	
模组产品	锂电池模组 Busbar 激光焊接系统	功能模块包含差速链流水线、模组扫码自动识别模块、上料模组夹具定位模块、电芯极柱拍照焊缝寻址模块、激光振镜焊接模块。	
软包产品	软包电池模组激光自动焊接系统	用于软包电池模组极耳和汇流板的焊接生产线, 配有高功率振镜焊接头或者大功率焊接头, 焊接速度快。	
新产品系统	卷绕机	卷绕机拥有四大核心技术: 辊子平行度检测及调整, 方型卷绕恒张力机构, 卷针半径可变技术, 卷针形状可变技术。	

资料来源：大族激光新能源事业部，民生证券研究院

2018 年，公司新能源业务营收已达到 6.4 亿元，2019 年有望增长至 12 亿元，同比大增 87%，2020-2021 年我们认为公司新能源业务将持续稳步增长。数据显示，公司大客户动力电池龙头宁德时代将在 2020-2021 年持续扩充产能，国内其他动力电池供应商包括比亚迪、力神、国轩高科等公司产能也将持续扩大，公司作为国内激光器龙头厂商，将受益下游产能的扩充。

图 22：公司新能源业务营收将持续增长



资料来源：公司年报，民生证券研究院

表 4：国内动力电池供应商产能将持续扩充

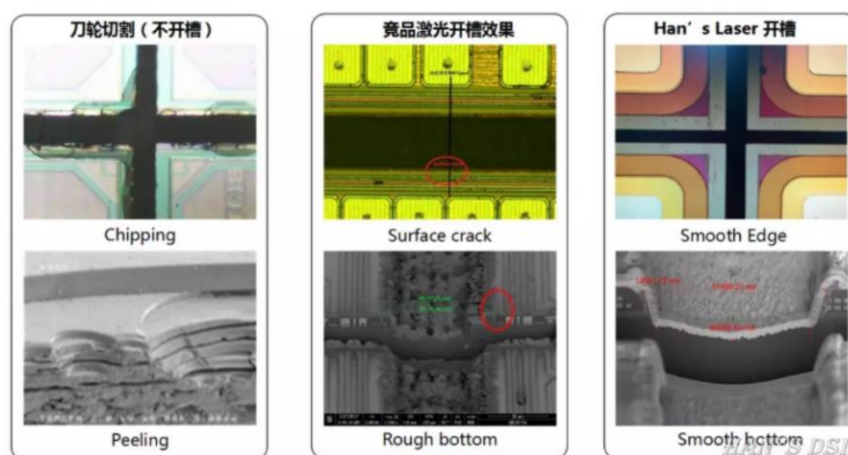
公司	项目	投资额 (亿元)	产能 (GWh/年)
宁德时代	福建宁德湖西二期+三期	98.6	20
	青海西宁		2.3
	溧阳三期		20
	时代上汽二期		18
	时代广汽	42.26	10
	东风时代		9.6
欣旺达	惠州二期		2
	南京欣旺达 一期	35	8
	南京欣旺达 二期	40	10
	南京欣旺达 三期	45	12
中航锂电	厦门一期 A6 项目	100	10
	厦门二期		10
	南京	20.46	15
国轩高科	庐江	9.15	2
	合肥	26.73	4
	青岛		2
比亚迪	南京高比能动力锂电		1
	重庆璧山	100	20
	重庆两江		10
	青海西宁二期		14
亿纬锂能	西安	120	30
	软包三元电池惠州二期	30	6
	方形三元电池		1.5
	铁锂电池		3.5

资料来源：各公司公告，互联网，民生证券研究院

3.3 半导体有望接力成为下一个高增长点

随着元器件往小型化、超薄化发展，加工要求高精度，传统加工装备和工艺无法满足需求，激光设备迎来发展良机。就半导体先进封装领域晶圆切片加工而言，传统刀轮切割极易在 low-k 层产生崩边、卷翘和剥落等不良影响，激光加工方案是非接触式技术，可有效解决传统加工工艺存在的问题。

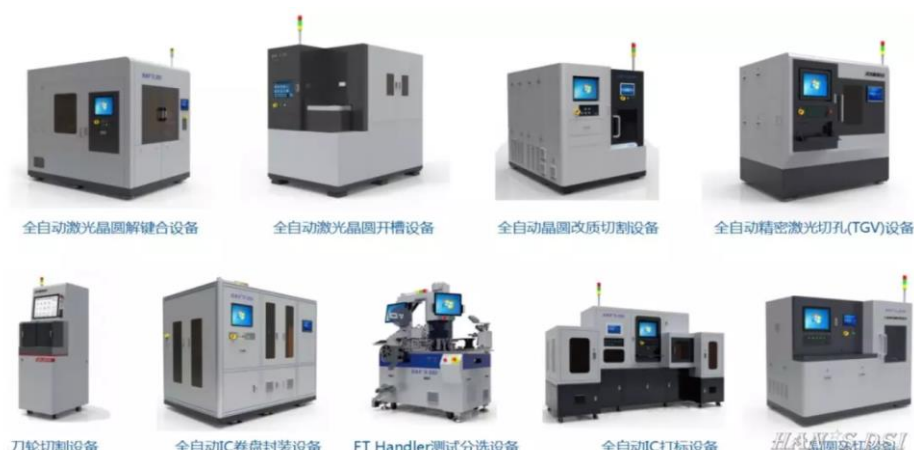
图 23：激光开槽效果好



资料来源：大族激光与半导体事业部，民生证券研究院

公司已推出多款用于半导体先进封装领域的激光加工设备，代表应用包括激光解键合技术、激光开槽技术、激光改质切割技术、TGV 技术。目前，公司产品已打通国内主流封测厂，证明公司实力，客户包括封测大厂长电、华天、晶方等。18 年实现营收超千万，预计今年半导体相关设备订单同比增长近 4 倍，预计明年半导体仍维持数倍增速，接力 PCB、锂电成为新的增长亮点。

图 24：公司显示与半导体解决方案



资料来源：大族激光与半导体事业部，民生证券研究院

四 PCB 和大功率下跌局势有望改善，正向贡献公司业绩

4.1 PCB 今年景气度低，明年有望迎来高弹性增长

公司是 PCB 行业专用设备龙头，产品种类最为齐全。2002 年 4 月大族数控成立，同年 10 月推出中国第一台 PCB 激光钻孔机，2004 年成为我国最大的 PCB 钻孔设备供应商。2008 年，子公司大族数控收购 PCB 测试设备国内龙头麦逊电子 61% 股权，进入测试领域。2012-2014 年，启动高端项目如 LDI 等产品的研发和生产工作，高端项目逐步成为增长新动力，产品涵盖曝光、机械钻孔、激光钻孔、机械成型、激光成型、电测、AOI 测试等 14 大类，成为全球 PCB 行业设备供应商中产品最为齐全的厂商。2016 年成功收购东莞市升宇智能科技有限公司，拓展了公司在柔性线路板领域的业务。发展至今 17 年的时间里，公司积累了大量优质客户，包括健鼎、方正科技、五洲电路、深南电路、生益科技、健鼎、名幸、瀚宇博德、建滔集团等国内外 PCB 知名企业。

图 25：公司 PCB 主要产品和主要客户情况

公司PCB主要产品		
激光钻孔设备 HD600D2 CO2双光束双台面PCB激光钻孔机	激光切割机 UVMAKER-650A激光切割成型机	
		
数控钻铣设备 HANS-F1MH	激光打标(雕刻)机 HCM600A2 PCB激光打标机	直接成像机 LDI-E25
		
公司PCB产品主要客户		
		
		
		

资料来源：大族激光官网，民生证券研究院

2019 年，受下游需求疲软、中美贸易摩擦及华为问题的影响，PCB 厂商扩产进度放缓，公司 PCB 业务将同比下滑 30%。2020 年，我们认为 PCB 行业景气度有望复苏，增长动力主要来自 5G 基础设施投资加速、智能手机需求复苏、5G 和产品轻量化驱动 PCB 产品持续升级。目前，针对 5G 天线应用场景，公司实现了用于 LCP 材料 FPC 加工的高端激光切割/钻孔设备、

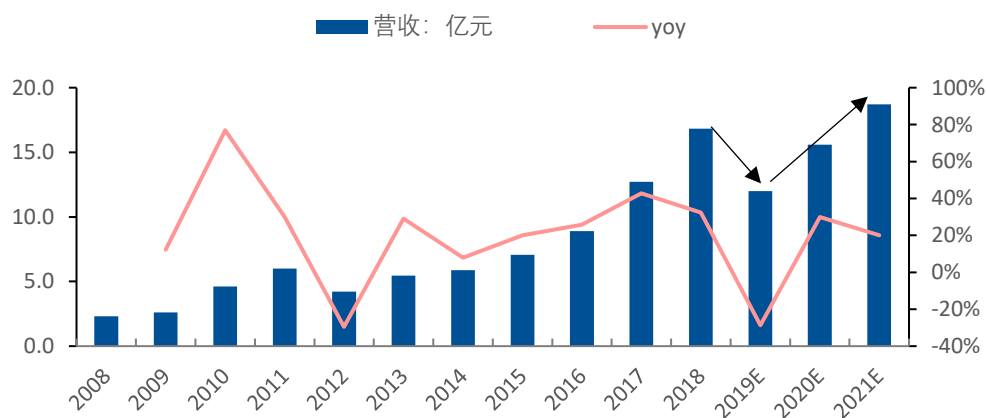
超高速贴附设备的大批量销售，并在 IC 载板极小微孔加工方面取得突破。我们预测 2020、2021 年，公司 PCB 业务有望强力反弹。

表 5：2020 年公司 PCB 业务有望迎来强力反弹

公司	项目	投资（亿元）	预计工期	产能
鹏鼎控股	庆鼎精密电子（淮安）有限公司柔性多层印制电路板扩产项目	30	3 年	133.8 万平米 FPC
鹏鼎控股	宏启胜精密电子（秦皇岛）有限公司高阶 HDI 印制电路板扩产项目	24	2 年	33.4 万平米高阶 HDI 板/年
崇达技术	珠海崇达一期、二期、三期	25	2018Q2 动工建设，建设期 2 年，三期建设期 4 年	640 万平米/年
景旺电子	珠海一期	13.6		80 万平米 FPC/年
景旺电子	珠海二期	16.24		60 万平米 FPC/年+120 万平方米 HDI/年
景旺电子	珠海三期	19.72		60 万平米 FPC/年+180 万平方米 HDI/年
健鼎科技	健鼎二期三、四厂项目	36	2020 年竣工	
深南电路	数通用高速高密度多层印制电路板投资项目	12.46	290 天	58 万平方米/年

资料来源：各公司公告，互联网，民生证券研究院

图 26：2020 年公司 PCB 业务有望迎来强力反弹



资料来源：各公司公告，互联网，民生证券研究院

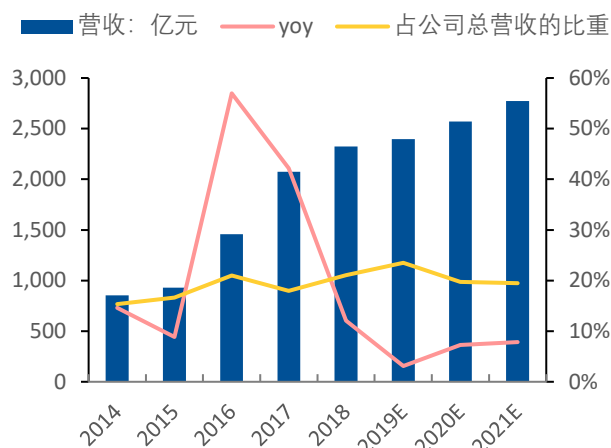
4.2 大功率平稳增长，毛利率有望企稳

2019 年受上游激光器厂商价格战和宏观经济低迷带来下游需求疲软影响，公司大功率业务全年营收预计个位数增长，而毛利率将下滑 3%-5%。考虑到年初以来公司产品价格下降幅度为 20%左右，因此公司激光设备销量仍有可观增长。

2020 年我们保守估计大功率业务将维持个位数增长，毛利率有望企稳，主要因国内外主要激光器厂商 IPG 等在过去三个季度中毛利率下跌剧烈，大部分中小厂商已经接近收支相抵

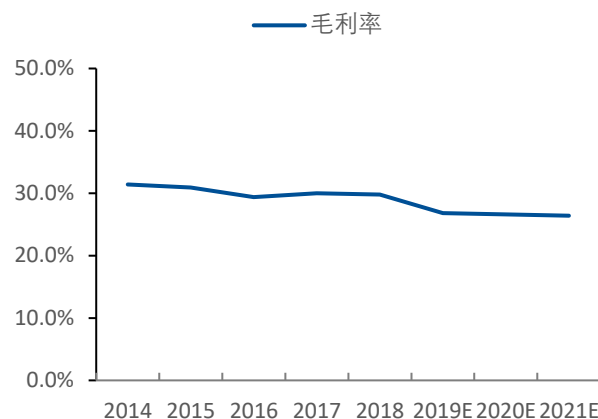
或亏损状态，明年价格压力有望减轻。

图 27：公司大功率业务有望维持个位数增长



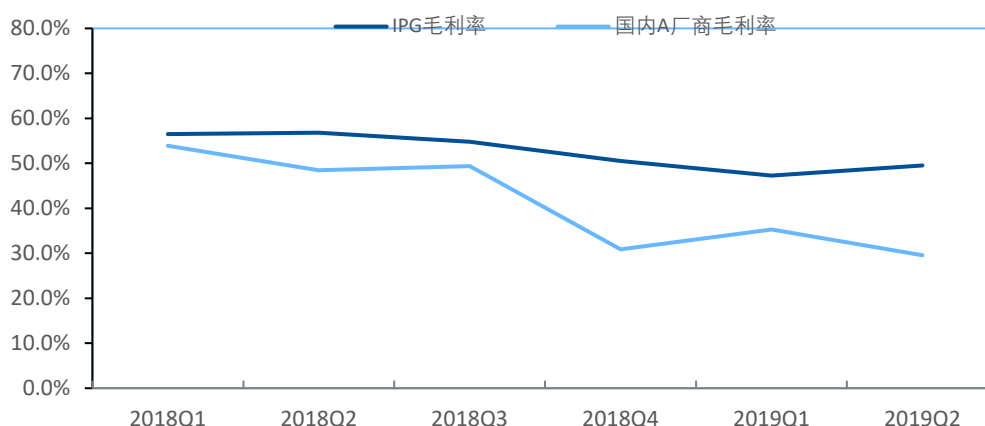
资料来源：wind，民生证券研究院

图 28：2020 年公司大功率业务毛利率有望企稳



资料来源：wind，民生证券研究院

图 29：IPG 等公司在过去三个季度毛利率下降剧烈

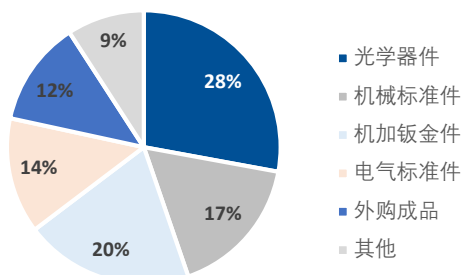


资料来源：wind，民生证券研究院

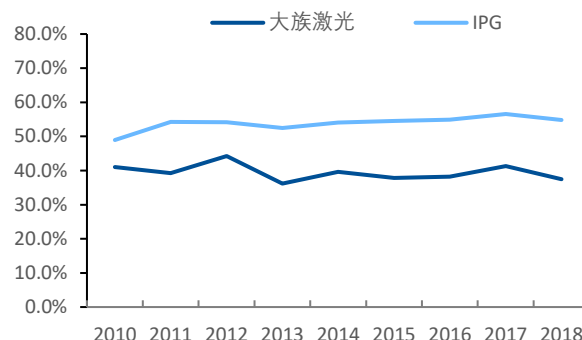
此外，公司大功率激光器自制率提升也将有望拉动毛利率的上升，应关注大功率激光器规模放量节点。设备集成商向上游激光器延伸是大势所趋。拆解集成商原材料成本可见，光学器件占比接近 30%，其中激光器占比 50%-60%。激光器行业是典型的金字塔行业，激光器厂商的毛利率普遍高于集成商，因此实现激光器及其他核心部件自制的设备商具有明显的成本优势，集成商向上游整合是发展趋势。

图 30：光学器件是集成商原材料的重要成本

图 31：集成商的毛利率普遍低于上游激光器制造商



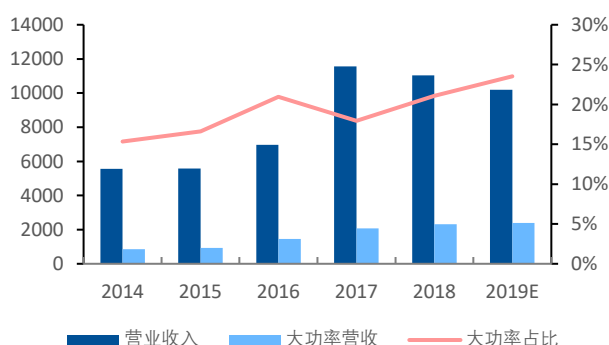
资料来源：联赢激光招股书，民生证券研究院



资料来源：wind，民生证券研究院

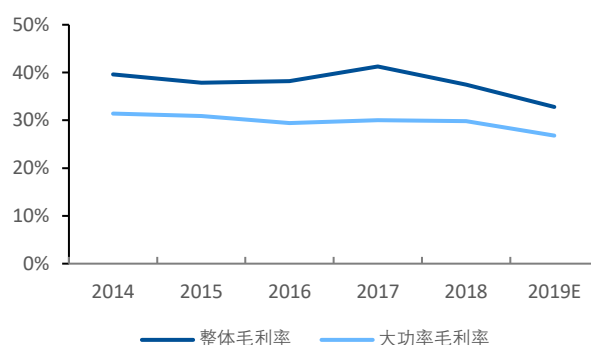
公司前瞻布局激光器多年，已实现红外、CO₂激光器的自制，小功率光纤激光器的自制率超过 50%，大功率光纤激光器自制率较低，超过 90% 外购自 IPG 和 SPI。2018 年，公司将大功率激光器整合到智能装备事业部，并给予大力支持。目前，公司自制的最高功率激光器已达 1 万瓦，将力争用两年时间达到国际水平。若大功率光纤激光器自制率提升，公司大功率业务的毛利率有望得到改善。

图 32：大功率占公司营收的比例约为 20% 左右 (百万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

图 33：公司大功率业务毛利率低于整体水平



资料来源：wind，民生证券研究院

五 盈利预测与投资建议

我们预测公司 19-21 年 EPS 分别为 0.81/1.47/1.57 元，选取华工科技（激光设备商）、锐科激光（激光器供应商）、汇川技术（大陆工控龙头）及苹果核心供应商立讯精密、鹏鼎控股和韦尔股份做可比公司，给予公司 2019 年 57 倍 P/E，维持“推荐”评级。

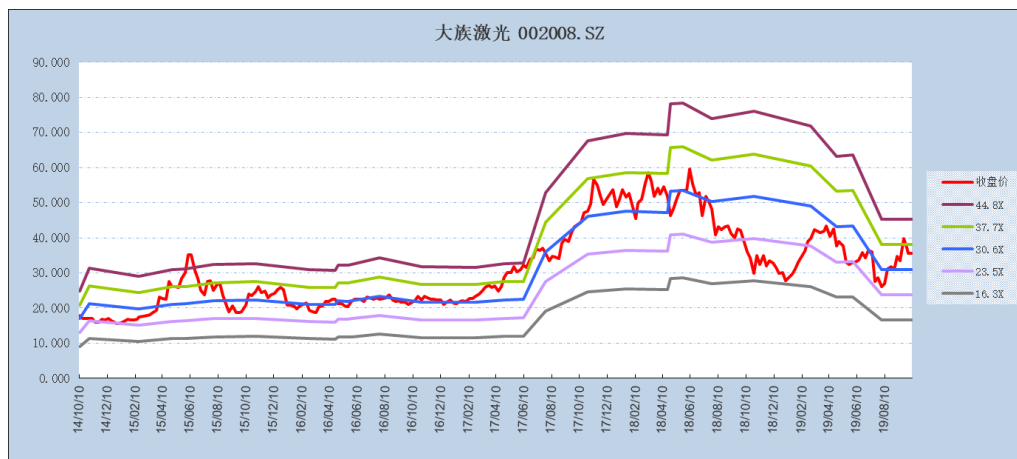
表 6：可比公司估值表

股票代码	证券简称	现价	ESP 摊薄 (元)					PE (倍)			
		2019/10/7	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
000988.SZ	华工科技	18.98	0.28	0.48	0.56	0.69	42	39	34	28	
300747.SZ	锐科激光	99.41	3.38	2.49	3.44	4.54	41	40	29	22	

300124.SZ	汇川技术	24.33	0.70	0.78	0.98	1.23	29	31	25	20
002475.SZ	立讯精密	26.76	0.66	0.72	0.97	1.23	21	37	28	22
002938.SZ	鹏鼎控股	40.12	1.20	1.33	1.61	1.97	15	30	25	20
603501.SH	韦尔股份	98.11	0.30	0.60	1.31	1.74	97	164	75	56
平均值								57	36	28

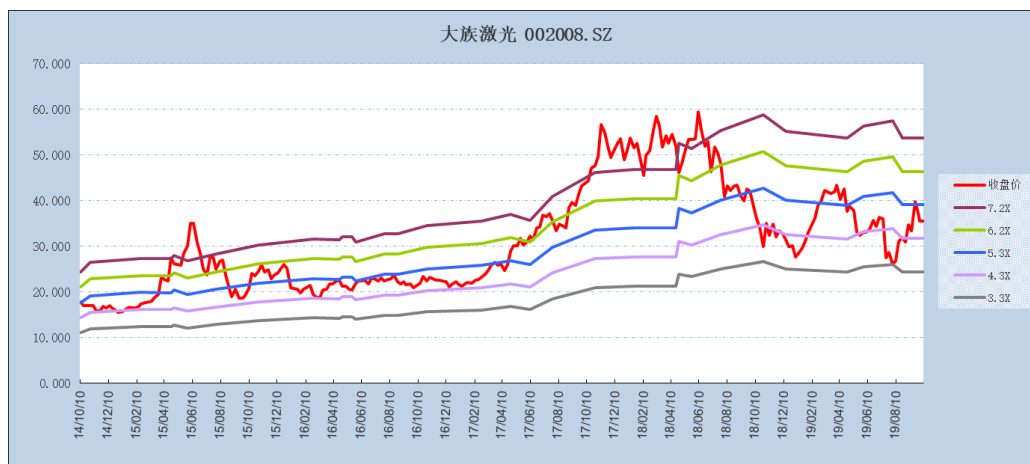
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 34: 近五年公司历史 PE-band



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 35: 近五年公司历史 PB-band



资料来源: wind, 民生证券研究院

六 风险提示

苹果业务可能不及预期的风险: 作为影响公司业务的重要业务, 若 2020 年 iPhone 创新力度不及预期, 则公司业绩可能不及预期。通过对苹果业务的敏感性分析可见, 若苹果业务营收分别减少

OLED 和新能源业务可能不及预期的风险：若下游扩产进度不及预期，则公司 OLED 和新能源业务的业绩可能不及预期。

PCB 和大功率业务可能不及预期的风险：若 5G 基站假设和终端需求不及预期，则下游 PCB 扩产可能延缓，从而造成公司业绩不及预期；若激光器价格战持续演变，则公司大功率业务毛利率可能无法企稳，从而影响公司业绩。

国际局势变动可能带来的风险：若中美贸易摩擦加剧或全球局势动荡将使得 5G 投资进度和下游需求可能不及预期，从而影响公司业绩。

插图目录

图 1: 公司具有超过二十年行业经验.....	4
图 2: 公司业务构成情况	4
图 3: 公司各业务毛利率情况.....	4
图 4: 公司营收在周期震荡中不断迈上新台阶.....	5
图 5: 公司归母净利润在周期震荡中不断迈上新台阶.....	5
图 6: 公司毛利率和净利率变化情况.....	5
图 7: 强大的销售团队和技术团队为公司提供保障.....	6
图 8: 公司客户优质	6
图 9: 公司仍有较大发展空间.....	7
图 10: 公司营收和归母净利润有望在 2020 年迎来显著反弹.....	7
图 11: 激光设备可用于手机加工的多个零部件.....	8
图 12: 激光设备也用于智能手表加工的多个零部件.....	8
图 13: 苹果业务占公司营收的比例区间为 23%-37%.....	9
图 14: 苹果业务贡献公司毛利润的比例区间为 27%-41%.....	9
图 15: LCP 材料比 PI 材料更节省空间.....	10
图 16: 5G 智能手机单机搭载 8-11 根天线甚至更多.....	10
图 17: 公司面板业务增长迅速.....	11
图 18: 公司显示面板部分产品.....	11
图 19: 公司面板业务有望维持高增长.....	12
图 20: 大族激光新能源事业部发展脉络清晰.....	12
图 21: 大族激光新能源事业部提供五大系列产品.....	13
图 22: 公司新能源业务营收将持续增长.....	14
图 23: 激光开槽效果好	15
图 24: 公司显示与半导体解决方案.....	15
图 25: 公司 PCB 主要产品和主要客户情况	16
图 26: 2020 年公司 PCB 业务有望迎来强力反弹	17
图 27: 公司大功率业务有望维持个位数增长.....	18
图 28: 2020 年公司大功率业务毛利率有望企稳.....	18
图 29: IPG 等公司在过去三个季度毛利率下降剧烈	18
图 30: 光学器件是集成商原材料的重要成本.....	18
图 31: 集成商的毛利率普遍低于上游激光器制造商.....	18
图 32: 大功率占公司营收的比例约为 20%左右 (百万元)	19
图 33: 公司大功率业务毛利率低于整体水平.....	19
图 34: 近五年公司历史 PE-band.....	20
图 35: 近五年公司历史 PB-band.....	20

表格目录

表 1: 不同机壳材质比较	10
---------------------	----

表 2: LCP 是 FPC 中性能最好的材质	10
表 3: 2019-2021 年国内面板厂商 OLED 产线将逐步量产	11
表 4: 国内动力电池供应商产能将持续扩充	14
表 5: 2020 年公司 PCB 业务有望迎来强力反弹	17
表 6: 可比公司估值表	19

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	11,029	10,200	13,027	14,747
营业成本	6,896	6,854	8,531	9,742
营业税金及附加	97	102	125	144
销售费用	1,091	1,051	1,238	1,357
管理费用	573	643	703	767
研发费用	993	1,040	1,244	1,372
EBIT	1,380	510	1,185	1,366
财务费用	(4)	(25)	(59)	(53)
资产减值损失	61	0	0	0
投资收益	152	96	115	108
营业利润	1,855	960	1,704	1,868
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	1,858	935	1,689	1,849
所得税	132	58	110	118
净利润	1,725	877	1,579	1,731
归属于母公司净利润	1,719	866	1,564	1,713
EBITDA	1,625	723	1,410	1,599
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4512	3461	1805	4426
应收账款及票据	4887	4170	5475	6142
预付款项	125	107	141	158
存货	2903	1930	4222	2752
其他流动资产	202	202	202	202
流动资产合计	12749	9990	12034	13839
长期股权投资	743	839	953	1062
固定资产	1442	1432	1449	1457
无形资产	1161	1366	1618	1844
非流动资产合计	6196	6832	7610	8329
资产合计	18945	16822	19645	22168
短期借款	2707	0	0	0
应付账款及票据	2627	2505	3162	3594
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	7957	4957	6201	6993
长期借款	291	291	291	291
其他长期负债	2101	2101	2101	2101
非流动负债合计	2392	2392	2392	2392
负债合计	10349	7349	8592	9385
股本	1067	1067	1067	1067
少数股东权益	268	279	294	312
股东权益合计	8596	9473	11052	12783
负债和股东权益合计	18945	16822	19645	22168

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	-4.6%	-7.5%	27.7%	13.2%
EBIT 增长率	-30.5%	-63.1%	132.4%	15.3%
净利润增长率	3.2%	-49.6%	80.6%	9.5%
盈利能力				
毛利率	37.5%	32.8%	34.5%	33.9%
净利率	15.6%	8.5%	12.0%	11.6%
总资产收益率 ROA	9.1%	5.1%	8.0%	7.7%
净资产收益率 ROE	20.6%	9.4%	14.5%	13.7%
偿债能力				
流动比率	1.6	2.0	1.9	2.0
速动比率	1.2	1.6	1.3	1.6
现金比率	0.6	0.7	0.3	0.6
资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	133.3	120.4	124.7	123.3
存货周转天数	135.6	126.9	129.8	128.8
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	1.6	0.8	1.5	1.6
每股净资产	7.8	8.6	10.1	11.7
每股经营现金流	0.7	2.4	(0.7)	3.3
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	24.7	49.0	27.1	24.8
PB	5.1	4.6	3.9	3.4
EV/EBITDA	16.4	23.5	16.2	13.6
股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,725	877	1,579	1,731
折旧和摊销	305	213	224	233
营运资金变动	(1,192)	1,415	(2,457)	1,609
经营活动现金流	797	2,519	(734)	3,501
资本开支	1,035	778	904	862
投资	(192)	0	0	0
投资活动现金流	(2,059)	(778)	(904)	(862)
股权募资	16	0	0	0
债务募资	3,412	0	0	0
筹资活动现金流	2,797	(2,791)	(17)	(17)
现金净流量	1,535	(1,051)	(1,656)	2,621

分析师简介

胡独巍，电子组分析师，北京大学微电子学与固体电子学硕士，2016年加盟民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。