

锐科激光 (300747)

证券研究报告

2019年11月12日

毛利率环比明显回升，价格战有望缓和

1、锐科激光公布三季报，整体位于此前预告中枢：公司前三季度实现营收 14.18 亿元，同比+30.72%，归母净利润 2.8 亿元，同比-23.12%，扣非后归母净利润 2.23 亿元，同比-37.15%，毛利率 31.92%，同比-18.44pct，经营活动净现金流-1.14 亿元，加权平均 ROE13.01%，同比-21.74%。

2、盈利能力前三季度受降价影响出现大幅下降，但 Q3 单季度毛利率企稳回升：1) 公司前三季度毛利率、净利率分别为 31.92%、20.68%，同比分别变动-18.44pct、-13.52pct。根据创鑫招股说明书，单模连续激光器（2KW 以下为主）2017、2018 年全年降幅为 10.66%、20.06%，而 2019 仅上半年单模连续激光器（2KW 以下为主）降价幅度就达到了 18.40%；上半年多模连续激光器（2KW 以上为主）降价幅度为：2KW-3KW 降 18.83%、3KW-10KW 降 12.92%。市场连续多次的价格调整对于公司盈利能力冲击严重。

2) 值得注意的是：公司 Q3 单季度毛利率达到了 32.16%，环比 Q2 提升 2.59pct。我们判断，主要原因系 Q3 降价相对较为缓和，且公司 Q3 新产能开始投产。

4、公司费用率有所上升，主要因为销售费率与财务费率有所上升：前三季度期间费用率为 11.17%，同比上升 1.05pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 4.66%、6.56%、-0.06%，同比分别变动+0.87pct、-0.05pct、+0.22pct。销售费率提升主要系报告期市场销售和服务队伍扩大，增加了市场推广宣传和服务网点，且保内售后服务有所增加所致。

5、资产负债表与现金流量表短期有所承压，我们判断与本年度以份额扩张的公司战略有关：本期应收账款+票据为 7.15 亿元，同比+80.56%，高于收入同比增速，主要系账期客户销售额大幅增长，且未到回款期所致。公司经营性净现金流本期为-1.14 亿元，一方面是因为现金形式的收入偏少，另一方面系公司本期加大备货、支付货款偏多。公司本年度以市场份额为重要目标，账期客户比例上升，在激光器这种客户具有一定供应商粘性的市场具备合理性。后续，伴随锐科竞争地位得到夯实稳固，以及市场景气度回暖，现金流量有望好转。

6、盈利预测及投资建议：受贸易战、市场竞争等因素影响，本年度激光器降价幅度超预期，且公司新产能释放需要一定时间，我们下调此前盈利预测，预计公司 2019-2021 年归母净利润从 4.25、6.26、8.32 亿元下调为 3.90、5.56、7.73 亿元，PE 分别为：46.28、32.47、23.34X，维持增持评级。

风险提示：宏观环境景气度继续大幅下降、公司产能释放大低预期、市场竞争格局急剧恶化

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	951.83	1,462.03	2,024.94	2,685.42	3,318.79
增长率(%)	82.01	53.60	38.50	32.62	23.59
EBITDA(百万元)	342.59	586.37	431.67	639.39	901.03
净利润(百万元)	277.18	432.52	389.95	555.87	773.27
增长率(%)	211.31	56.05	(9.84)	42.55	39.11
EPS(元/股)	1.44	2.25	2.03	2.90	4.03
市盈率(P/E)	65.11	41.73	46.28	32.47	23.34
市净率(P/B)	35.09	8.87	7.25	5.93	4.73
市销率(P/S)	18.96	12.34	8.91	6.72	5.44
EV/EBITDA	0.00	29.47	40.97	26.79	18.67

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/其他电子
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	95.68 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	192.00
流通 A 股股本(百万股)	98.41
A 股总市值(百万元)	18,370.56
流通 A 股市值(百万元)	9,415.69
每股净资产(元)	11.72
资产负债率(%)	21.40
一年内最高/最低(元)	190.66/81.66

作者

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

曾帅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070006
zengshuai@tfzq.com

朱晔 联系人
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《锐科激光-公司研究简报:工博会全面升级产品线，激光器自主可控领头羊》2019-10-09
- 《锐科激光-公司点评:中报业绩预告略低于预期，期待毛利率见底回升》2019-07-17
- 《锐科激光-公司点评:年度业绩预告符合预期，高功率产品拓展顺利》2019-01-22

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	166.34	327.93	372.60	939.55	1,256.47	营业收入	951.83	1,462.03	2,024.94	2,685.42	3,318.79
应收票据及应收账款	195.38	373.39	543.45	679.90	887.30	营业成本	508.31	799.40	1,397.21	1,762.98	2,074.24
预付账款	14.23	58.03	73.93	89.64	94.74	营业税金及附加	10.09	14.55	20.25	26.85	33.19
存货	196.96	282.64	648.83	624.44	1,104.10	营业费用	29.35	63.05	81.81	114.13	134.41
其他	4.52	1,124.85	1,053.20	933.98	855.07	管理费用	72.25	28.39	36.45	51.02	63.06
流动资产合计	577.43	2,166.85	2,692.01	3,267.51	4,197.68	研发费用	53.78	86.54	111.37	145.01	175.90
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	1.90	(3.48)	(6.56)	(12.28)	(20.55)
固定资产	146.05	164.24	215.35	281.54	293.62	资产减值损失	10.39	8.64	10.00	10.00	10.00
在建工程	0.00	7.62	47.69	15.54	28.43	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	28.28	26.00	22.99	19.99	16.98	投资净收益	0.00	14.28	30.00	15.00	15.00
其他	15.07	22.19	17.05	16.24	16.12	其他	(59.67)	(57.34)	(110.00)	(80.00)	(80.00)
非流动资产合计	189.40	220.04	303.09	333.31	355.15	营业利润	325.42	508.00	454.41	652.70	913.54
资产总计	766.84	2,386.89	2,995.09	3,600.82	4,552.84	营业外收入	1.41	1.83	2.17	1.81	1.94
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.72	0.96	0.62	0.77	0.78
应付票据及应付账款	74.28	193.77	271.96	325.49	400.49	利润总额	326.10	508.88	455.96	653.74	914.70
其他	118.24	93.37	158.68	135.39	215.76	所得税	46.51	68.95	59.28	88.25	128.06
流动负债合计	192.51	287.14	430.64	460.88	616.25	净利润	279.59	439.93	396.69	565.48	786.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	2.42	7.41	6.74	9.61	13.37
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	277.18	432.52	389.95	555.87	773.27
其他	47.97	45.98	50.00	60.00	70.00	每股收益(元)	1.44	2.25	2.03	2.90	4.03
非流动负债合计	47.97	45.98	50.00	60.00	70.00						
负债合计	240.48	333.12	480.64	520.88	686.25						
少数股东权益	11.99	19.39	26.14	35.75	49.12	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	96.00	128.00	192.00	192.00	192.00	成长能力					
资本公积	42.26	1,129.41	1,129.41	1,129.41	1,129.41	营业收入	82.01%	53.60%	38.50%	32.62%	23.59%
留存收益	418.38	1,906.37	2,296.32	2,852.19	3,625.46	营业利润	225.12%	56.11%	-10.55%	43.64%	39.96%
其他	(42.26)	(1,129.41)	(1,129.41)	(1,129.41)	(1,129.41)	归属于母公司净利润	211.31%	56.05%	-9.84%	42.55%	39.11%
股东权益合计	526.36	2,053.77	2,514.46	3,079.94	3,866.58	获利能力					
负债和股东权益总	766.84	2,386.89	2,995.09	3,600.82	4,552.84	毛利率	46.60%	45.32%	31.00%	34.35%	37.50%
						净利率	29.12%	29.58%	19.26%	20.70%	23.30%
						ROE	53.89%	21.26%	15.67%	18.26%	20.26%
						ROIC	117.51%	126.44%	22.87%	26.07%	36.15%
						偿债能力					
						资产负债率	31.36%	13.96%	16.05%	14.47%	15.07%
						净负债率	-31.60%	-15.97%	-14.82%	-30.51%	-32.50%
						流动比率	3.00	7.55	6.25	7.09	6.81
						速动比率	1.98	6.56	4.74	5.73	5.02
						营运能力					
						应收账款周转率	7.04	5.14	4.42	4.39	4.24
						存货周转率	5.99	6.10	4.35	4.22	3.84
						总资产周转率	1.48	0.93	0.75	0.81	0.81
						每股指标(元)					
						每股收益	1.44	2.25	2.03	2.90	4.03
						每股经营现金流	1.06	1.36	0.34	3.23	1.88
						每股净资产	2.68	10.60	12.96	15.86	19.88
						估值比率					
						市盈率	65.11	41.73	46.28	32.47	23.34
						市净率	35.09	8.87	7.25	5.93	4.73
						EV/EBITDA	0.00	29.47	40.97	26.79	18.67
						EV/EBIT	0.00	30.74	44.45	29.01	19.96

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	279.59	439.93	389.95	555.87	773.27
折旧摊销	21.67	25.31	33.81	48.97	58.04
财务费用	2.38	0.00	(6.56)	(12.28)	(20.55)
投资损失	0.00	(14.28)	(30.00)	(15.00)	(15.00)
营运资金变动	(46.83)	(1,327.44)	(327.83)	32.50	(447.76)
其它	(53.19)	1,137.98	6.74	9.61	13.37
经营活动现金流	203.62	261.51	66.11	619.68	361.37
资本支出	1.20	49.60	117.98	70.00	70.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(32.21)	(1,233.59)	(209.98)	(135.00)	(135.00)
投资活动现金流	(31.01)	(1,183.99)	(92.00)	(65.00)	(65.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(43.88)	1,123.03	70.56	12.28	20.55
其他	(33.78)	(38.59)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(77.66)	1,084.43	70.56	12.28	20.55
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	94.95	161.95	44.67	566.95	316.92

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com