

2020年01月22日

(300747.SZ) 锐科激光

价格战不改龙头趋势，市占率提升可期

■事件：公司发布2019年业绩预告，预计2019年归属于上市公司股东的净利润约3.16-3.36亿元，同比下滑22.32%~26.94%，主要原因系采取降价策略保市占率，及技术开发服务延迟确认影响。

■光纤激光器三重替代逻辑清晰，IPG战略结构调整改善国内竞争格局。1) 长期：根据草根调研，激光器复合摩尔定律，正常情况下每年20%左右降价幅度，带动激光加工设备相对于传统机械加工设备性价比提升。根据我国激光产业发展报告，2018年我国激光加工设备市场605亿元（同比+22%），3C、新能源焊接等需求持续释放。2) 中期：我国激光产业发展报告数据显示，2018年我国光纤激光器82亿元，低功率(<100W)全面国产化，中功率(100W-1.5KW)2018年国产化率52%，国产出货量增幅25%，仍有翻倍空间，2019年国内6KW产品相继成熟，万瓦级市场打开。3) 短期：受中国区价格战拖累，IPG2019Q1-3毛利率从55%跌至46%，并于三季度调整中国区策略，选择“退市场，保毛利率”路线，锐科竞争格局迎边际好转。

■锐科市占率稳步提升，看好毛利率改善空间。1) 19年在中美贸易摩擦和宏观经济低迷下，锐科以扩大市占率为首要目标，通过技术&价格优势抢占市场份额。IPG2019Q1-Q3中国区营收持续下滑，并在三季报之后提出未来减少中国区市场依赖，侧面验证锐科国产替代趋势势不可挡。按照19年营收口径推测，锐科在19年的市占率有望达到25%，相比18年(17.8%)提升7pct+。展望2020年，公司将在6KW以上功率段抢夺IPG客户资源，市占率有望达到30%。2) 从毛利率看，19年市场白热化价格战下，锐科19Q1-3毛利率为31.9%，相比2018年底下滑13pct。我们认为毛利率由售价(P)和自制率共同决定。一方面2020年锐科定价自主权提升，6kw以上高功率段定价更富有弹性；另一方面伴随特种光纤等核心器件投产、新产品上量，成本迎改善空间。整体来看，2020年毛利率有望恢复至35%水平。

■横向扩产可期，看好超快激光器布局。公司19年7月份收购国神光电51%股权，加速推进超快激光器布局。根据OFweek产业研究院数据，2018年中国超快激光器市场规模约11.7亿元，2014-2018年CAGR达37.8%，发展迅猛。国神光电被收购后技术协同效应突出，主营从传统LCD向PCB钻孔和玻璃切割拓展。伴随国神光电转向锐科无锡扩产，产能瓶颈有望得到解决，2020年预计有较大幅度增长。

■投资建议：增持-A投资评级。我们预计公司2019年-2021年的收入增速分别为37.1%、39.3%、28.9%，净利润增速分别为-23.2%、53.3%、39.8%，弹性可期；

■风险提示：宏观经济低迷风险、行业价格战风险等。

公司快报

证券研究报告

投资评级 增持-A

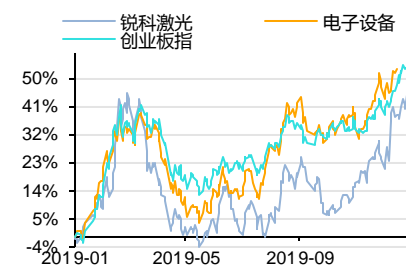
首次评级

股价(2020-01-21) 111.90元

交易数据

总市值(百万元)	21,484.80
流通市值(百万元)	11,011.87
总股本(百万股)	192.00
流通股本(百万股)	98.41
12个月价格区间	84.51/185.90元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.88	4.58	-26.65
绝对收益	6.15	24.2	27.66

相关报告

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	951.8	1,462.0	2,004.6	2,791.5	3,598.7
净利润	277.2	432.5	332.2	509.3	712.0
每股收益(元)	1.44	2.25	1.73	2.65	3.71
每股净资产(元)	2.68	10.60	12.57	15.05	18.43
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	77.5	49.7	64.7	42.2	30.2
市净率(倍)	41.8	10.6	8.9	7.4	6.1
净利润率	29.1%	29.6%	16.6%	18.2%	19.8%
净资产收益率	53.9%	21.3%	13.8%	17.6%	20.1%
股息收益率	0.0%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%
ROIC	117.5%	126.4%	19.1%	27.6%	34.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	951.8	1,462.0	2,004.6	2,791.5	3,598.7	成长性					
减:营业成本	508.3	799.4	1,355.3	1,802.2	2,236.4	营业收入增长率	82.0%	53.6%	37.1%	39.3%	28.9%
营业税费	10.1	14.6	19.4	28.1	35.7	营业利润增长率	225.1%	56.1%	-24.2%	54.4%	39.9%
销售费用	29.4	63.0	90.2	139.6	187.1	净利润增长率	211.3%	56.0%	-23.2%	53.3%	39.8%
管理费用	72.2	28.4	160.4	237.3	323.9	EBITDA 增长率	181.1%	71.2%	-31.9%	53.0%	39.0%
财务费用	1.9	-3.5	-8.2	-12.3	-15.7	EBIT 增长率	211.3%	74.9%	-33.0%	54.5%	40.2%
资产减值损失	10.4	8.6	7.3	8.8	8.2	NOPLAT 增长率	217.4%	55.4%	-25.3%	54.5%	40.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	44.4%	393.9%	6.9%	12.3%	-11.8%
投资和汇兑收益	-	14.3	4.8	6.3	8.5	净资产增长率	64.2%	290.2%	18.6%	19.8%	22.5%
营业利润	325.4	508.0	384.9	594.3	831.6	利润率					
加:营业外净收支	0.7	0.9	1.6	1.0	1.2	毛利率	46.6%	45.3%	32.4%	35.4%	37.9%
利润总额	326.1	508.9	386.5	595.3	832.7	营业利润率	34.2%	34.7%	19.2%	21.3%	23.1%
减:所得税	46.5	68.9	52.4	80.7	112.8	净利润率	29.1%	29.6%	16.6%	18.2%	19.8%
净利润	277.2	432.5	332.2	509.3	712.0	EBITDA/营业收入	36.0%	40.1%	19.9%	21.9%	23.6%
						EBIT/营业收入	33.8%	38.5%	18.8%	20.8%	22.7%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	54	38	32	27	22
货币资金	166.3	327.9	599.4	856.4	1,755.5	流动资产周转天数	59	218	286	224	172
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	173	338	449	376	350
应收账款	51.9	222.9	645.8	672.5	367.2	应收账款周转天数	18	34	78	85	52
应收票据	144.4	153.3	514.9	338.1	321.7	存货周转天数	60	59	81	76	72
预付账款	14.2	58.0	77.5	72.7	1.9	总资产周转天数	243	388	491	408	376
存货	197.0	282.6	620.9	550.5	890.7	投资资本周转天数	110	252	316	249	192
其他流动资产	3.6	1,122.1	376.9	500.9	666.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	53.9%	21.3%	13.8%	17.6%	20.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	36.5%	18.4%	10.9%	15.8%	16.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	117.5%	126.4%	19.1%	27.6%	34.5%
投资性房地产	4.3	4.1	4.1	4.1	4.1	费用率					
固定资产	146.1	164.2	193.8	217.4	219.9	销售费用率	3.1%	4.3%	4.5%	5.0%	5.2%
在建工程	-	7.6	8.3	8.5	5.5	管理费用率	7.6%	1.9%	8.0%	8.5%	9.0%
无形资产	28.3	26.0	23.0	20.0	17.0	财务费用率	0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
其他非流动资产	10.8	18.1	11.6	11.5	10.8	三费/营业收入	10.9%	6.0%	12.1%	13.1%	13.8%
资产总额	766.8	2,386.9	3,076.2	3,252.5	4,260.9	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	31.4%	14.0%	20.8%	10.3%	16.1%
应付账款	75.8	196.5	473.6	157.1	476.5	负债权益比	45.7%	16.2%	26.3%	11.5%	19.2%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	3.00	7.55	4.71	10.26	6.22
其他流动负债	116.7	90.6	127.9	134.3	167.0	速动比率	1.98	6.56	3.68	8.37	4.84
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	169.10	-161.48	-46.23	-47.32	-51.97
其他非流动负债	48.0	46.0	39.2	44.4	43.2	分红指标					
负债总额	240.5	333.1	640.7	335.8	686.7	DPS(元)	-	0.33	0.09	0.17	0.33
少数股东权益	12.0	19.4	21.3	26.7	34.6	分红比率	0.0%	14.8%	4.9%	6.6%	8.8%
股本	96.0	128.0	192.0	192.0	192.0	股息收益率	0.0%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%
留存收益	418.4	1,906.4	2,222.2	2,698.0	3,347.5						
股东权益	526.4	2,053.8	2,435.5	2,916.7	3,574.1						

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
净利润	279.6	439.9	332.2	509.3	712.0	EPS(元)	1.44	2.25	1.73	2.65	3.71
加:折旧和摊销	21.7	25.3	22.7	29.2	33.5	BVPS(元)	2.68	10.60	12.57	15.05	18.43
资产减值准备	10.4	8.6	-	-	-	PE(X)	77.5	49.7	64.7	42.2	30.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	41.8	10.6	8.9	7.4	6.1
财务费用	2.4	-	-8.2	-12.3	-15.7	P/FCF	188.4	-23.2	99.7	75.4	22.5
投资损失	-	-14.3	-4.8	-6.3	-8.5	P/S	22.6	14.7	10.7	7.7	6.0
少数股东损益	2.4	7.4	1.9	5.4	7.9	EV/EBITDA	-	29.5	52.3	33.8	23.3
营运资金的变动	-46.9	-1,327.4	-83.0	-203.4	238.1	CAGR(%)	22.6%	17.8%	55.8%	22.6%	17.8%
经营活动产生现金流量	203.6	261.5	261.0	321.8	967.3	PEG	3.4	2.8	1.2	1.9	1.7
投资活动产生现金流量	-31.0	-1,184.0	-45.2	-43.7	-21.5	ROIC/WACC	11.2	12.0	1.8	2.6	3.3
融资活动产生现金流量	-77.7	1,084.4	55.8	-21.2	-46.7	REP	-	0.8	6.3	3.8	3.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

夏庐生、彭虎、李哲声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzhi1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034