

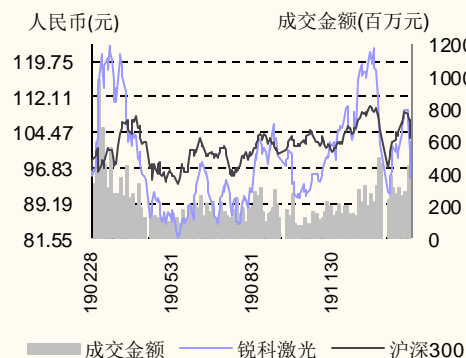
## 锐科激光 (300747.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 94.70 元  
 目标价格 (人民币): 101-101 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.92
已上市流通 A 股(亿股)	0.98
总市值(亿元)	181.82
年内股价最高最低(元)	109.45/91.21
沪深 300 指数	3940
创业板指	2072



## 相关报告

- 1.《三季度业绩触底, 公司市占率继续提升-锐科激光点评》, 2019.10.15
- 2.《中报点评-锐科激光: 市占率大幅提升, 部分产品毛利率接近底部》, 2019.8.26
- 3.《价格战结构性趋缓, 静待需求拐点-【国金机械军工】锐科激光中报...》, 2019.7.14

王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002  
 wanghaijun@gjzq.com.cn

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003  
 fanzhiyuan@gjzq.com.cn

丁健 分析师 SAC 执业编号: S1130519060005  
 ding\_jian@gjzq.com.cn

## 市占率提升至 25%, 行业定价影响力提升

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	2.89	3.38	1.70	2.04	2.51
每股净资产(元)	5.4	15.9	16.9	17.8	18.9
每股经营性现金流(元)	2.1	2.0	-1.0	-1.3	-1.2
市盈率(倍)	28.0	55.7	46.4	37.8	28.0
净利润增长率(%)	211%	56%	-25%	20%	23%
净资产收益率(%)	54%	21%	15%	17%	20%
总股本(百万股)	96.0	128.0	192.0	192.0	192.0

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件:

- 公司发布公告, 2019 年实现营业收入 20.14 亿元, 同比增长 38%; 实现归母净利润 3.26 亿元, 同比下滑 24.68%, 落于之前业绩预告的中枢水平。

## 简评:

- 全年业绩符合预期, 市占率大幅提升, 价格战侵蚀利润。2019 年公司收入端继续保持高速增长, 按照行业 80 亿市场规模测算, 公司市占率提升至 25% (+7pct), 竞争对手 IPG 市占率下滑至 42% (-7pct), 创鑫激光市占率提升至 11%~12% (+1~2pct)。公司净利润大幅下滑主要是受产品降价及返点因素导致。在行业下行周期, 终端客户对价格普遍敏感。单看第四季度, 公司实现营业收入 5.96 亿元, 同比增长 58%; 实现净利润 4600 万元, 同比下滑 33%; 净利率 7.7%, 同比下滑 10.58pct, 环比下滑 8.53pct。预计公司四季度净利率大幅下滑原因为返点因素, 且返点力度较往年加大。

- 新冠疫情对需求和生产端扰动, 期待需求端企稳, 成本进一步优化。根据我们的高频指标显示, 新冠疫情导致国内制造业补库存周期节奏延后, 激光器下游需求复苏的节奏受到影响。公司主要生产基地位于本次疫情较为严重的武汉地区, 这较大程度上拖累了公司复工进程。但是我们判断, 激光器下游需求并没有消失, 期待疫情稳定后需求正常释放。

我们预计锐科激光今年的市占率有望将提升至 34% 左右。届时将超过 IPG 的市场份额, 进而在国内激光器市场的定价权提升, 后续降价空间有限。公司将进一步提高特种光纤与激光芯片的自制比例, 成本结构进一步优化, 毛利率将在目前 30% 基础上逐步提升。同时看好公司在超快激光、焊接新场景领域的拓展。

## 投资建议及盈利预测

- 考虑到新冠疫情对下游需求和公司生产端的影响, 我们下调公司的盈利预测, 预计公司 19-21 年公司净利润 3.26/3.9/4.8 亿元, 同比增长 -24.5%/20.0%/22.9%, 下调业绩幅度为 16%、34%、36%, EPS 分别为 1.70、2.04 和 2.51 元, 对应 PE 分别为 46、38 和 28 倍。给予公司 2020 年 50 倍 PE, 对应 195 亿合理市值, 6-12 月目标价 101 元, 给予“增持”评级。

## 风险提示

- 新冠疫情影响超预期; 价格战继续恶化; 新场景拓展不及预期。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>523</b>	<b>952</b>	<b>1,462</b>	<b>2,014</b>	<b>2,643</b>	<b>3,176</b>	货币资金	129	166	328	309	324	403
增长率		82.0%	53.6%	37.8%	31.2%	20.2%	应收账款	76	196	376	666	922	1,349
<b>主营业务成本</b>	<b>-336</b>	<b>-508</b>	<b>-799</b>	<b>-1,449</b>	<b>-1,922</b>	<b>-2,275</b>	存货	121	197	283	675	922	1,211
%销售收入	64.2%	53.4%	54.7%	71.9%	72.7%	71.6%	其他流动资产	11	18	1,180	880	919	950
<b>毛利</b>	<b>187</b>	<b>444</b>	<b>663</b>	<b>565</b>	<b>721</b>	<b>901</b>	流动资产	338	577	2,167	2,529	3,087	3,913
%销售收入	35.8%	46.6%	45.3%	28.1%	27.3%	28.4%	%总资产	65.3%	75.3%	90.8%	83.9%	80.0%	80.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-4</b>	<b>-10</b>	<b>-15</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	长期投资	4	4	4	4	34	34
%销售收入	0.8%	1.1%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	139	146	172	337	485	617
<b>营业费用</b>	<b>-18</b>	<b>-29</b>	<b>-63</b>	<b>-89</b>	<b>-114</b>	<b>-137</b>	%总资产	26.9%	19.0%	7.2%	11.2%	12.6%	12.8%
%销售收入	3.4%	3.1%	4.3%	4.4%	4.3%	4.3%	无形资产	33	30	31	37	47	70
<b>管理费用</b>	<b>-59</b>	<b>-72</b>	<b>-28</b>	<b>-31</b>	<b>-40</b>	<b>-48</b>	非流动资产	180	189	220	484	773	928
%销售收入	11.2%	7.6%	1.9%	1.6%	1.5%	1.5%	%总资产	34.7%	24.7%	9.2%	16.1%	20.0%	19.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>106</b>	<b>332</b>	<b>470</b>	<b>331</b>	<b>414</b>	<b>532</b>	<b>资产总计</b>	<b>518</b>	<b>767</b>	<b>2,387</b>	<b>3,014</b>	<b>3,860</b>	<b>4,841</b>
%销售收入	20.3%	34.9%	32.2%	16.4%	15.7%	16.8%	短期借款	57	0	0	0	184	75
<b>财务费用</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	应付款项	88	125	217	699	1,043	1,364
%销售收入	0.6%	0.2%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动负债	29	68	70	79	109	682
<b>资产减值损失</b>	<b>-3</b>	<b>-10</b>	<b>-9</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	流动负债	173	193	287	778	1,336	2,140
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>14</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	其他长期负债	24	48	46	46	219	246
%税前利润	0.0%	0.0%	2.8%	6.6%	5.5%	4.5%	<b>负债</b>	<b>197</b>	<b>240</b>	<b>333</b>	<b>824</b>	<b>1,555</b>	<b>2,399</b>
<b>营业利润</b>	<b>100</b>	<b>325</b>	<b>508</b>	<b>349</b>	<b>431</b>	<b>548</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>294</b>	<b>514</b>	<b>2,034</b>	<b>2,169</b>	<b>2,281</b>	<b>2,415</b>
%营业利润率	19.1%	34.2%	34.7%	17.3%	16.3%	17.3%	少数股东权益	27	12	19	21	23	26
<b>营业外收支</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>30</b>	<b>23</b>	<b>10</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>518</b>	<b>767</b>	<b>2,387</b>	<b>3,014</b>	<b>3,860</b>	<b>4,841</b>
<b>税前利润</b>	<b>103</b>	<b>326</b>	<b>509</b>	<b>379</b>	<b>454</b>	<b>558</b>							
%利润率	19.7%	34.3%	34.8%	18.8%	17.2%	17.6%	<b>比率分析</b>						
<b>所得税</b>	<b>-15</b>	<b>-47</b>	<b>-69</b>	<b>-50</b>	<b>-60</b>	<b>-74</b>		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
%税率	14.4%	14.3%	13.5%	13.3%	13.3%	13.3%	<b>每股指标</b>						
<b>净利润</b>	<b>88</b>	<b>280</b>	<b>440</b>	<b>328</b>	<b>394</b>	<b>484</b>	每股收益	0.927	2.887	3.379	1.700	2.040	2.506
<b>少数股东损益</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>7</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	每股净资产	3.062	5.358	15.894	16.944	17.824	18.865
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>89</b>	<b>277</b>	<b>433</b>	<b>326</b>	<b>392</b>	<b>481</b>	每股经营现金净流	1.280	2.121	2.043	-1.009	-1.250	-1.164
%净利率	17.0%	29.1%	29.6%	16.2%	14.8%	15.2%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.500	0.500	0.500
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	30.29%	53.89%	21.26%	15.05%	17.17%	19.93%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	17.20%	36.15%	18.12%	11.05%	10.65%	11.05%
<b>净利润</b>	<b>88</b>	<b>280</b>	<b>440</b>	<b>328</b>	<b>394</b>	<b>484</b>	投入资本收益率	23.92%	53.78%	19.70%	13.04%	14.37%	17.78%
<b>少数股东损益</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>7</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>22</b>	<b>32</b>	<b>34</b>	<b>37</b>	<b>54</b>	<b>72</b>	主营业务收入增长率	67.09%	82.01%	53.60%	37.78%	31.19%	20.16%
<b>非经营收益</b>	<b>3</b>	<b>-2</b>	<b>-7</b>	<b>-53</b>	<b>-48</b>	<b>-35</b>	EBIT增长率	347.67%	213.06%	41.67%	-29.64%	25.16%	28.61%
<b>营运资金变动</b>	<b>10</b>	<b>-106</b>	<b>-206</b>	<b>-442</b>	<b>-312</b>	<b>-636</b>	净利润增长率	261.30%	211.31%	56.05%	-24.53%	19.98%	22.86%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>123</b>	<b>204</b>	<b>262</b>	<b>-129</b>	<b>88</b>	<b>-115</b>	总资产增长率	23.92%	48.12%	211.26%	26.27%	28.07%	25.41%
<b>资本开支</b>	<b>-18</b>	<b>-31</b>	<b>-84</b>	<b>-194</b>	<b>-306</b>	<b>-189</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1,100</b>	<b>288</b>	<b>180</b>	<b>180</b>	应收账款周转天数	44.0	18.1	33.8	80.0	85.0	88.0
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	存货周转天数	123.1	114.2	109.5	170.0	175.0	175.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-18</b>	<b>-31</b>	<b>-1,184</b>	<b>119</b>	<b>-101</b>	<b>16</b>	应付账款周转天数	86.7	55.1	61.2	140.0	140.0	150.0
<b>股权募资</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>1,133</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	97.1	56.0	41.0	46.0	45.2	44.2
<b>债权募资</b>	<b>-13</b>	<b>-57</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>87</b>	<b>32</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-66</b>	<b>-21</b>	<b>-48</b>	<b>-64</b>	<b>-64</b>	<b>-64</b>	净负债/股东权益	-22.44%	-31.60%	-15.97%	-14.11%	-6.07%	-7.50%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-75</b>	<b>-78</b>	<b>1,085</b>	<b>-64</b>	<b>23</b>	<b>-32</b>	EBIT利息保障倍数	33.0	174.6	-135.0	-127.0	-121.0	-112.0
<b>现金净流量</b>	<b>30</b>	<b>94</b>	<b>162</b>	<b>-74</b>	<b>10</b>	<b>-131</b>	资产负债率	38.08%	31.36%	13.96%	25.87%	37.34%	43.94%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	2	17
增持	0	0	2	6	20
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.67	1.75	1.58

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

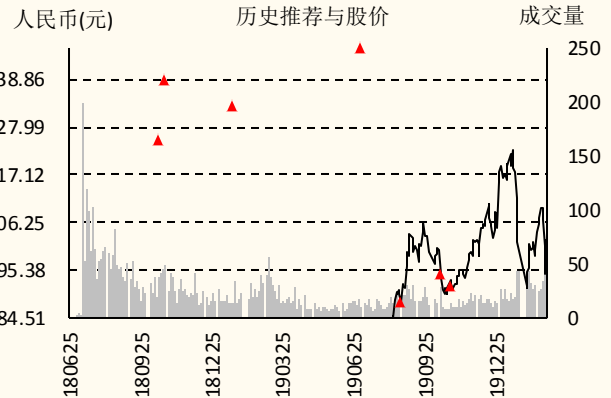
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-10-18	增持	124.85	158.50~158.50
2	2018-10-26	增持	138.65	158.50~158.50
3	2019-01-22	增持	132.60	158.50~158.50
4	2019-07-05	增持	146.09	176.00~176.00
5	2019-07-14	增持	138.00	176.00~176.00
6	2019-08-26	增持	90.05	104.00~104.00
7	2019-10-15	增持	99.88	109.00~109.00
8	2019-10-29	增持	93.17	109.00~109.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH