

2020年03月16日

证券研究报告·公司研究报告

锐科激光 (300747) 电子

持有 (维持)

当前价: 88.35 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

疫情之后复工在即, 2020 经营质量再上新台阶

投资要点

- **国内光纤激光器龙头, 千人计划专家团队奠定人才储备优势:** 公司是国内第一家专门从事光纤激光器及核心器件研发并实现规模化生产的企业, 先后研制出我国第一台 25W 脉冲光纤激光器产品, 第一台 100W、1000W、4000W、6000W 和 10000W 连续光纤激光器产品并形成批量化生产, 技术研发实力在国内同行业中保持领先水平。公司研发团队由三位“千人计划”领衔, 三人均为国内光纤激光器及核心器件等领域的领军人物, 深厚的人才储备保证公司研发能力。
- **下游需求趋稳叠加竞争格局激烈, 公司业绩短期承压。** 受国内下游需求趋稳叠加行业竞争激烈影响, 公司业绩短期承压。2019 年前三季度, 公司实现营收 14.2 亿元, 同比+30.7%; 实现归母净利润 2.8 亿元, 同比-23.1%。根据公司最新业绩预报, 公司 2019 年预计实现营收 20.1 亿元, 同比+37.8%; 实现归母净利润 3.3 亿元, 同比-24.7%。盈利能力方面, 2019Q4 单季公司净利率进一步探底至 7.66%, 同比-11pct。我们认为未来随着行业价格战趋缓以及公司通过产品结构优化等路径进一步压缩产品成本, 有望推动自身盈利能力向上修复。
- **疫情防控工作出色, 后续全面复工释放制造业升级需求。** 截至报告日 (3 月 14 日), 武汉新增确诊人数已经回落至个位数区间; 湖北省除武汉市外地区新增病例数连续多天为 0, 疫情防控工作持续出色。我们认为受本次疫情催化, 国内制造业升级需求后续将进一步提振, 投资自动化产线相关的资本开支意愿得以强化, 以规避突发事件导致人工短缺的风险。而激光设备对于替代人工、提高制造业生产效率成效显著, 预计随着国内制造业全面复工复产, 激光设备渗透率将进一步提升。
- **复工后经营质量有望再上新台阶, 坚定看好公司长期高成长。** 本次疫情或对公司短期出货量带来一定影响。但长期来看, 我们认为公司高功率板块持续开拓优化产品结构, 将进一步打破 IPG 垄断国内高功率格局; 新产能投放顺利推进, 元件自给率的加速提升将促进产品成本优化, 带动公司盈利能力修复; 此外超快、军工等板块持续积累有望成为新增长点。我们认为 2020 年公司全面复工复产后, 经营质量有望再上新台阶, 长期坚定看好。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3.26、4.33、6.45 亿元, 对应 PE 52、39、26 倍, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 疫情持续超预期; 全球经济增速低预期; 价格战超预期。

指标/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1462	2012	2793	3697
增长率	54%	38%	39%	32%
归属母公司净利润 (百万元)	433	326	433	645
增长率	56%	-25%	33%	49%
每股收益 EPS (元)	2.25	1.70	2.26	3.36
净资产收益率 ROE	21.4	13.6	15.5	19.0
PE	39	52	39	26
PB	8.26	7.12	6.10	5.02

数据来源: Wind, 西南证券

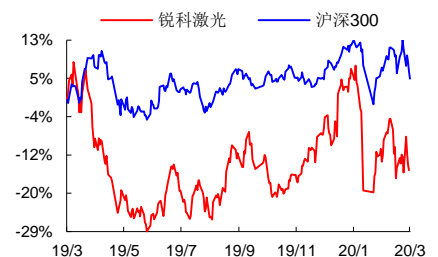
西南证券研究发展中心

分析师: 倪正洋
执业证号: S1250520030001
电话: 021-58352138
邮箱: nzy@swsc.com.cn

分析师: 丁逸朦
执业证号: S1250520020001
电话: 021-58352138
邮箱: dym@swsc.com.cn

分析师: 梁美美
执业证号: S1250518100003
电话: 021-58351937
邮箱: lmm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.92
流通 A 股(亿股)	0.98
52 周内股价区间(元)	84.51-185.9
总市值(亿元)	169.63
总资产(亿元)	29.71
每股净资产(元)	11.72

相关研究

1. 锐科激光 (300747): 国内激光器龙头, 发展势头强劲 (2019-08-26)

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 国产光纤激光龙头，人才储备优势奠定深厚护城河	1
1.1 国内光纤激光器龙头，高功率产品国产先行者	1
1.2 股权结构清晰，行业领军人物领衔技术团队	1
1.3 下游需求趋稳+竞争激烈，公司业绩短期承压	2
2 光纤激光国产替代空间广阔，新兴应用领域具备高成长弹性	3
2.1 激光产业链成熟完备，激光器处于产业中游	3
2.2 全球激光器市场空间达百亿美元，材料加工为最大下游市场	4
2.3 中低功率率先实现国产化，高功率进口替代进行时	5
2.4 国内光纤激光器竞争格局：IPG 领先，锐科紧随	6
3 疫情之后复工在即，2020 年经营质量有望再上新台阶	7
3.1 疫情防控工作持续出色，公司已顺利启动复工复产	7
3.2 工业自动化受疫情催化，激光行业助推制造业升级	8
3.3 新产能投放持续落地，元件自给化率再提升	8
3.4 产品结构优化，市占率加速提升	8
3.5 超快、军工等新板块增长可期	9
4 盈利预测与投资建议	10
4.1 关键假设	10
4.2 估值及投资建议	11
5 风险提示	11

图 目 录

图 1: 公司主营连续光纤激光器、脉冲光纤激光器与直接半导体激光器.....	1
图 2: 公司 2019 年营收同比+37.8%.....	2
图 3: 公司 2019 年归母净利润承压.....	2
图 4: 连续光纤激光器为公司主要创收点.....	3
图 5: 公司短期内盈利能力受价格战影响承压.....	3
图 6: 激光器生产位于激光产业链的中游.....	4
图 7: 全球激光器市场持续增长.....	4
图 8: 材料加工为激光器最大下游市场.....	5
图 9: 2018 年工业光纤激光市场规模 26 亿美元, 同比+28%.....	5
图 10: 光纤激光为工业激光器主流.....	5
图 11: 小功率光纤激光器已实现进口替代.....	6
图 12: 国产中功率光纤激光器已于进口平分秋色.....	6
图 13: 高功率领域进口替代空间广阔.....	6
图 14: 2018 年国内光纤激光市场竞争格局.....	7
图 15: 武汉新增确诊病例持续处于两位数区间.....	7
图 16: IPG 中国区收入已连续 6 季度同比下滑; 锐科持续挤占 IPG 市场份额.....	9
图 17: 国内超快激光器市场规模增长迅速.....	9

表 目 录

表 1: 控股股东国企背景, 三名千人计划专家均为前十大股东 (截至公司 2019 年三季报报告日).....	2
表 2: 手持激光焊对比传统氩弧焊优势明显.....	8
表 3: 分业务收入及毛利率.....	10
表 4: 可比公司估值 (市值数据截至 3 月 13 日收盘).....	11
附表: 财务预测与估值.....	12

1 国产光纤激光龙头，人才储备优势奠定深厚护城河

1.1 国内光纤激光器龙头，高功率产品国产先行者

国内光纤激光器龙头，高功率产品国产先行者。公司主营业务包括为激光制造装备集成商提供各类光纤激光器产品和应用解决方案，并为客户提供技术研发服务和定制化产品。主要产品有连续光纤激光器、脉冲光纤激光器、直接半导体激光器等。公司是国内第一家专门从事光纤激光器及核心器件研发并实现规模化生产的企业，先后研制出我国第一台 25W 脉冲光纤激光器产品，第一台 100W、1000W、4000W、6000W 和 10000W 连续光纤激光器产品并形成批量化生产，技术研发实力在国内同行业中保持领先水平。

图 1：公司主营连续光纤激光器、脉冲光纤激光器与直接半导体激光器



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

1.2 股权结构清晰，行业领军人物领衔技术团队

国企股东背景，资深专家持股保证研发能力。公司控股股东为航天三江集团，持股比例为 34.0%。航天三江集团隶属于中国航天科工集团，主要负责国内固体运载火箭、特种越野车及底盘等的研制生产，是我国国防科技工业的骨干力量；公司副董事长兼总工程师闫大鹏、董事兼副总经理李成、副总经理兼董事会秘书卢昆忠均为入选国家“千人计划”的资深专家，系光纤激光器及核心器件等领域的领军人物，根据公司 2019 三季报，三人分别持有公司股份的 10.61%、4.31%、4.31%。公司以三名“千人计划”人才为核心，建立起以博士和硕士为主体的光纤激光器及核心器件的研发团队，奠定未来技术驱动高成长的人才储备基础。

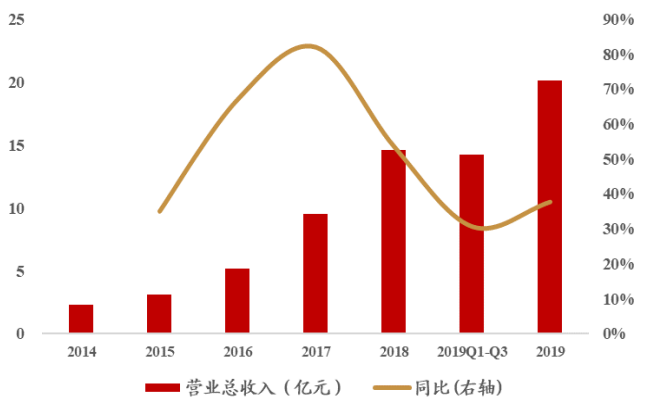
表 1: 控股股东国企背景, 三名千人计划专家均为前十大股东 (截至公司 2019 年三季报报告日)

股东名称	股东性质	持股数量 (股)	持股比例 (%)
中国航天三江集团公司	其它	65,277,133	34.00
闫大鹏	个人	20,362,100	10.61
江苏新恒通投资集团有限公司	投资公司	16,756,101	8.73
李成	个人	8,269,209	4.31
卢昆忠	个人	8,269,209	4.31
王克寒	个人	6,279,582	3.27
闫长鹏	个人	4,745,813	2.47
武汉华工激光工程有限责任公司	其它	2,710,761	1.41
兴业银行股份有限公司-中邮战略新兴产业混合型证券投资基金	证券投资基金	2,220,658	1.16
香港中央结算有限公司	其它	2,174,325	1.13
合计		137,064,891	71.40

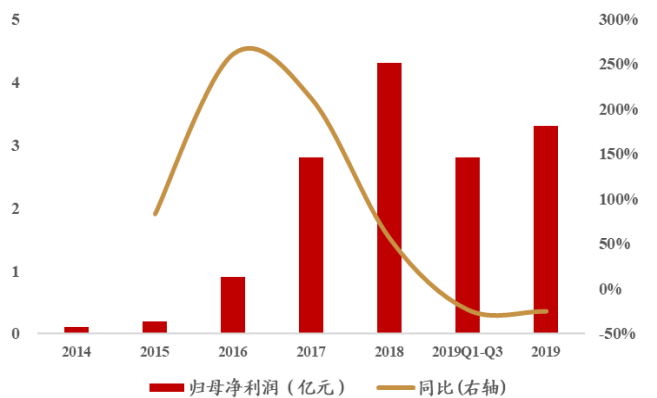
数据来源: Wind, 西南证券整理

1.3 下游需求趋稳+竞争激烈, 公司业绩短期承压

下游需求趋稳叠加竞争格局激烈, 公司业绩短期承压。受国内下游需求趋稳叠加行业竞争激烈影响, 公司业绩短期承压。2019 年前三季度, 公司实现营收 14.2 亿元, 同比+30.7%; 实现归母净利润 2.8 亿元, 同比-23.1%; 实现扣非归母净利润 2.2 亿元, 同比-37.2%。根据公司最新业绩预报, 公司 2019 年预计实现营收 20.1 亿元, 同比+37.8%; 实现归母净利润 3.3 亿元, 同比-24.7%。2019 年国内光纤激光器市场竞争激烈, 公司根据市场情况对产品价格进行了调整, 确保产品销量和市场份额稳步提升, 因此公司营业收入显著提高; 但因市场竞争激烈、产品价格下降和让利于公司客户等多方因素共同影响, 导致公司业绩承压。

图 2: 公司 2019 年营收同比+37.8%


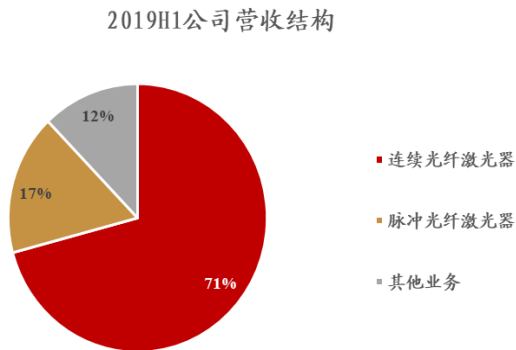
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 3: 公司 2019 年归母净利润承压


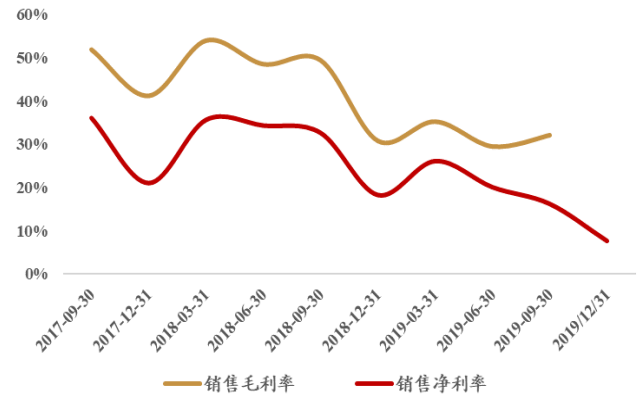
数据来源: Wind, 西南证券整理

连续光纤激光器为公司主要收入端。营收结构方面, 由于公司最新业绩预报中未披露 2019 年全年各板块营收情况, 我们根据 2019 年半年报数据进行拆解。2019H1 公司连续光纤激光器板块营收占比为 70.8%, 脉冲光纤激光器板块营收占比 17.0%, 其他业务板块占比 12.2%。

盈利能力受价格战影响承压，未来价格战预计趋稳+公司产品成本优化，盈利能力有望修复。盈利能力方面，受 2019 年国内光纤激光行业价格战激烈影响，公司毛利率、净利率有所承压。公司 2019Q3 单季综合毛利率为 32.2%，环比+2.6pct，同比-17.2pct；净利率方面，根据公司 2019 业绩快报测算，2019 全年净利率为 16.2%，同比-13.9pct；其中 Q4 单季公司净利率为 7.7%，承压较大。我们认为未来在行业价格战趋缓以及公司通过设计结构优化等路径进一步压缩产品成本推动下，公司盈利能力有望上修。

图 4：连续光纤激光器为公司主要创收点


数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司短期内盈利能力受价格战影响承压


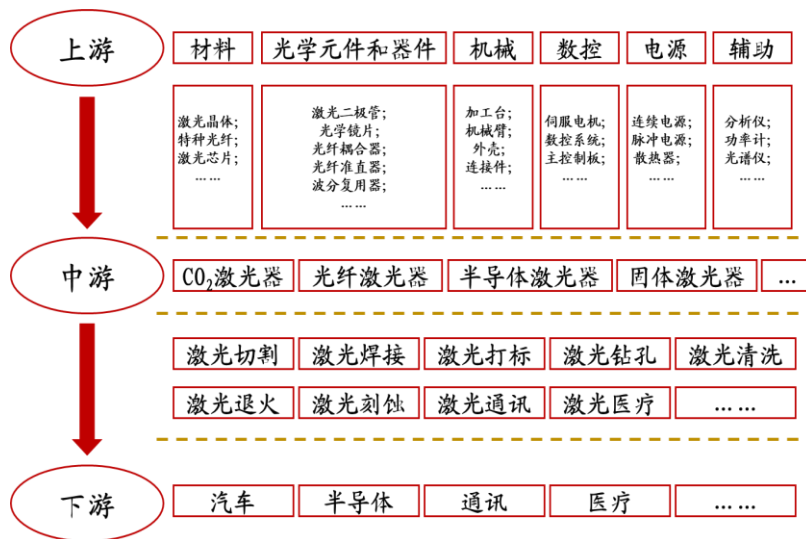
数据来源：Wind，西南证券整理

2 光纤激光国产替代空间广阔，新兴应用领域具备高成长性

2.1 激光产业链成熟完备，激光器处于产业中游

激光产业链成熟完备，激光器处于产业中游。纵观整个激光产业，其上、中、下游分别为元器件、激光器、激光设备；终端市场包括汽车、3C、通讯等领域。激光器作为产业链中游环节，主要上游原材料为光学材料、光学器件等。光学材料中芯片、有源光纤等在原材料成本构成中占比较高，对激光器的生产成本有较大影响。下游激光加工设备的应用市场十分广泛，包括材料加工、通信与光存储等多个领域。激光加工技术的出现和推广，改变了汽车、机械、消费电子等传统行业的生产加工模式，为光伏电池、锂电池等新能源技术的实现提供了支撑。

图 6: 激光器生产位于激光产业链的中游

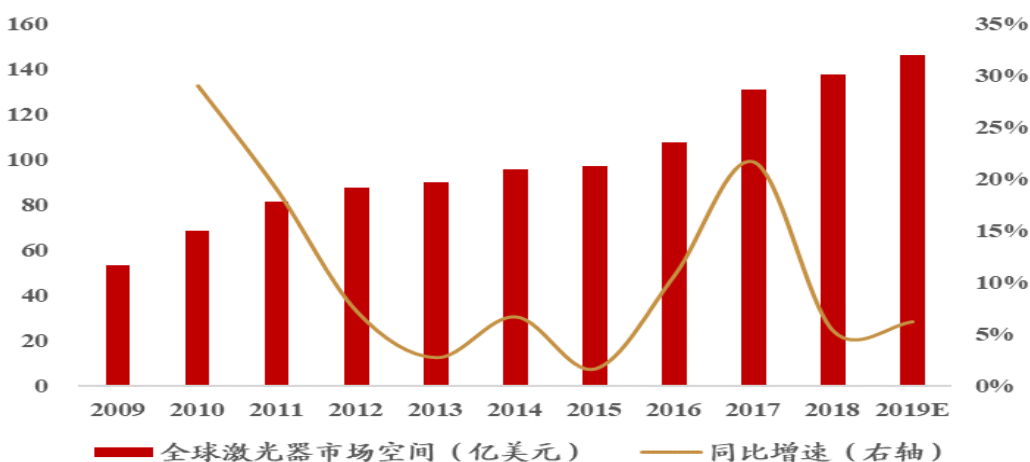


数据来源:《2019 中国激光产业发展报告》, 西南证券整理

2.2 全球激光器市场空间达百亿美元, 材料加工为最大下游市场

全球激光器市场持续增长, 2018 年市场规模达 137.5 亿美元。欧美等发达国家最先开始将激光器用于加工制造, 并在较长时间内占据了较大的市场份额。受益于全球经济的持续复苏和国家战略的深入, 全球制造业向发展中国家转移, 亚太地区激光行业市场份额迅速增长。发展中国家在制造业升级过程中, 逐步使用激光设备代替传统设备, 是目前全球激光加工行业市场增长最主要的驱动力之一。根据美 Strategies Unlimited 的报告, 2013-2018 年, 全球激光器行业收入规模持续增长, 从 2013 年的 89.7 亿美元增加至 2018 年的 137.5 亿美元, 年复合增长率为 8.9%。随着大功率激光器的技术突破和增材制造技术的成熟, 预计未来激光器行业将持续快速增长。

图 7: 全球激光器市场持续增长

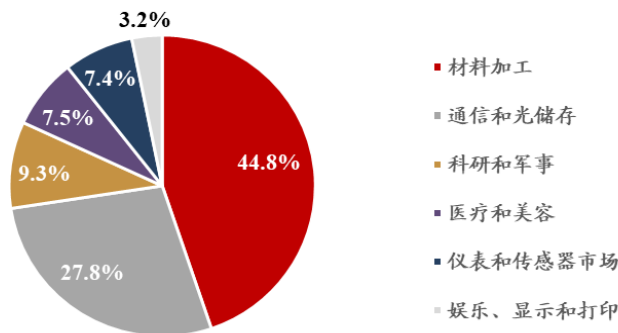


数据来源:《2019 中国激光产业发展报告》, 西南证券整理

材料加工为激光器最大下游市场。根据 Strategies Unlimited, 2018 年激光材料加工成为全球激光器应用市场销售额占比最大的部分达 61.6 亿美元, 占比 44.8%; 通信与光存储市场销售额 38.2 亿美元, 位居第二, 占比 27.8%; 科研和军事市场约为 12.8 亿美元, 居于第三, 占比 9.3%; 随后是医疗和美容领域, 市场份额上升速度明显, 约为 10.3 亿美元, 占比 7.5%; 仪器与传感器市场为 10.2 亿美元, 占比 7.4%; 而娱乐、显示与打印市场排在最后, 为 4.4 亿美元, 占比 3.2%。

图 8: 材料加工为激光器最大下游市场

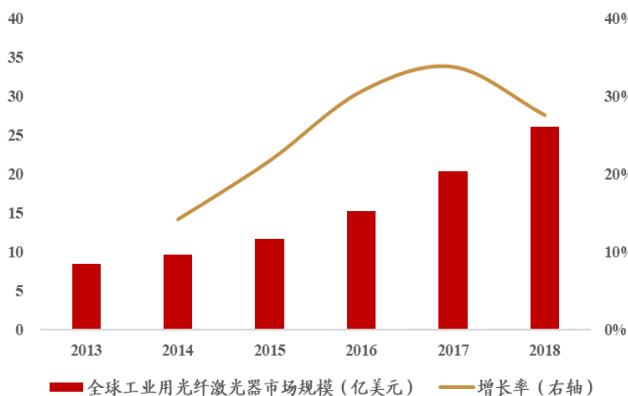
2018 年全球激光器下游市场分布



数据来源:《2019 中国激光产业发展报告》, 西南证券整理

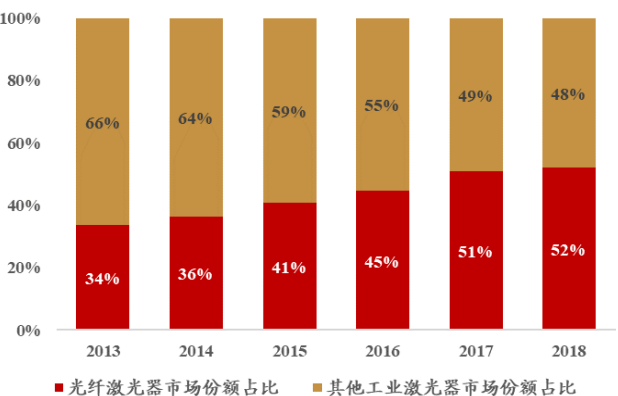
光纤激光优势显著, 工业激光中渗透率过半。近年来, 全球工业激光器市场规模保持较快增长, 根据 Strategies Unlimited 数据, 全球工业激光器市场规模从 2013 年的 24.87 亿美元增加至 2018 年的 50.6 亿美元, 年复合增长率为 15.26%。目前光纤激光器因转换效率高、光束质量好、维修成本低、适配柔性化生产等优势, 已成为金属切割、焊接和标记等传统工业制造领域的主流光源, 持续挤压传统固体激光器、CO₂ 激光器市场份额。2018 年全球工业光纤激光器市场规模为 26 亿美元, 占工业用激光器份额的 52%, 且仍处于上升通道中。

图 9: 2018 年工业光纤激光市场规模 26 亿美元, 同比+28%



数据来源: Strategies Unlimited, 西南证券整理

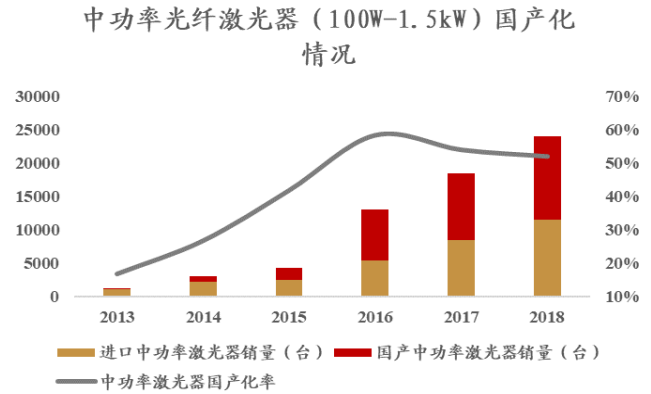
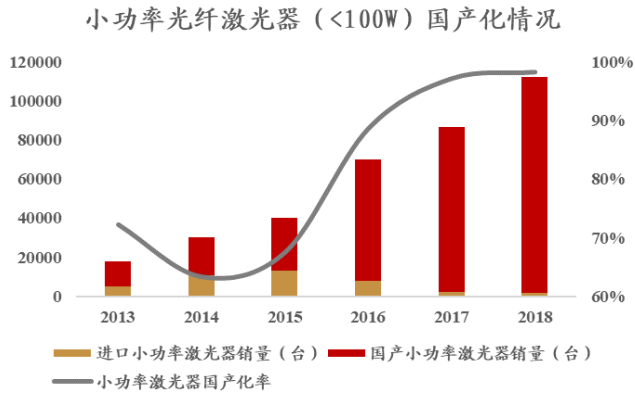
图 10: 光纤激光为工业激光器主流



数据来源: Strategies Unlimited, 西南证券整理

2.3 中低功率率先实现国产化, 高功率进口替代进行时

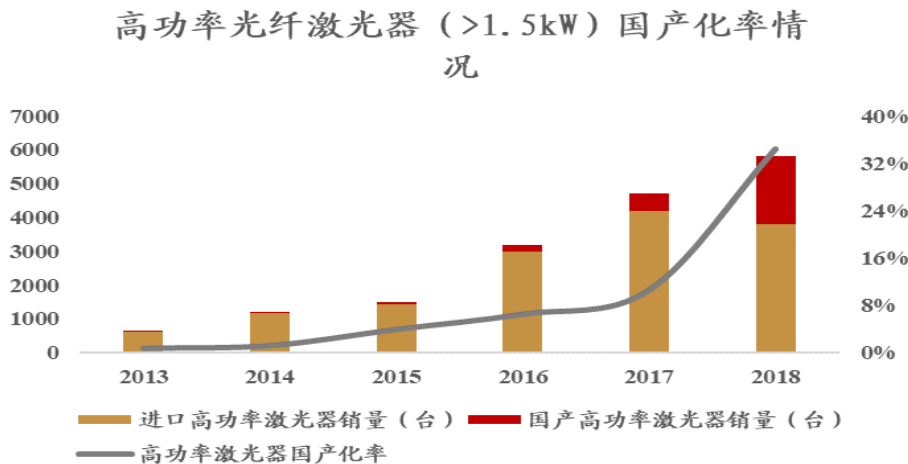
国产激光器低功率段已实现进口替代,中功率端国产与进口平分秋色。光纤激光器而言,2013年至2017年,国产低功率光纤激光器(主要为脉冲激光器)飞速发展,2018年国产低功率激光器市场占有率超过98%;2013年至2018年,国产中功率光纤激光器(主要为连续激光器,功率范围为100W至1.5kW)销量以超过200%的年复合增长率加速增长,从2013年的200台增长到2018年的12500台,2018年中功率光纤激光器国产化率为52.1%。

图 11: 小功率光纤激光器已实现进口替代
图 12: 国产中功率光纤激光器已于进口平分秋色


数据来源:《2019 中国激光产业发展报告》,西南证券整理

数据来源:《2019 中国激光产业发展报告》,西南证券整理

高功率进口替代空间广阔。目前,国际厂商在高功率激光器(功率范围为1.5kW以上,尤其是6kW及以上)领域依然占据一定优势,国产光纤激光器仅占据约34.5%的市场份额。但预计随着国内激光器制造商的技术进步与升级,叠加本土成本优势、售后服务优势,国产激光器将逐步迈入高功率激光器市场,改变国际厂商对中国市场的垄断格局。

图 13: 高功率领域进口替代空间广阔


数据来源:《2019 中国激光产业发展报告》,西南证券整理

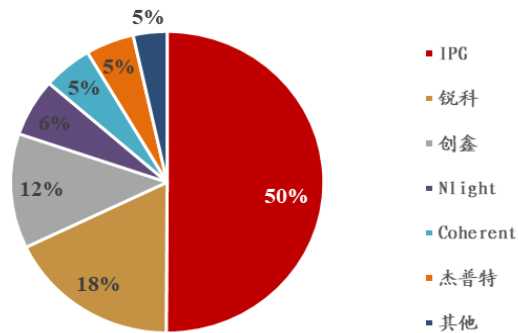
2.4 国内光纤激光器竞争格局: IPG 领先, 锐科紧随

国内光纤激光器竞争格局: IPG 领先, 锐科紧随。从国内光纤激光器行业竞争格局来看,国际光纤激光器龙头 IPG 仍处于领先地位;锐科激光、创鑫激光等国内厂商作为国产化先锋

近年市占率持续攀升。根据《2019 中国激光产业发展报告》，2018 年国内光纤激光市场，IPG 市占率为 50.1%，同比-2.6pct；锐科市占率为 17.8%，同比+5.7pct；2019 年，IPG 中国区营收同比-21.8%，锐科营收同比+37.8%，增速的分化体现出锐科进口替代步伐的进一步提速。预计未来国内厂商在高功率产品线的进一步拓展，市占率仍具备较大上行空间。

图 14：2018 年国内光纤激光市场竞争格局

2018年国内光纤激光器市场份额分布



数据来源：《2019 中国激光产业发展报告》，西南证券整理

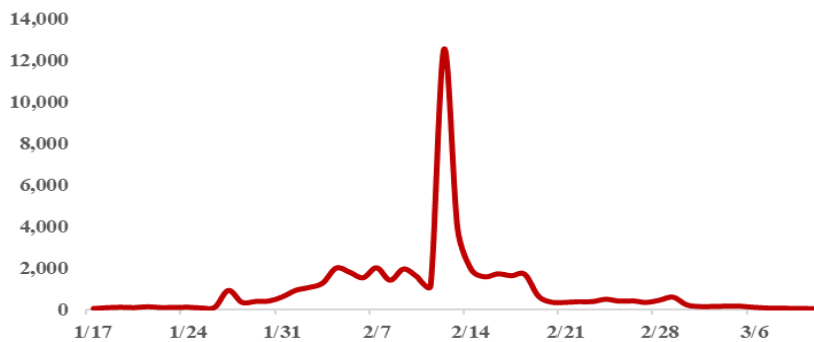
3 疫情之后复工在即，2020 年经营质量有望再上新台阶

3.1 疫情防控工作持续出色，公司已顺利启动复工复产

疫情防控工作持续出色，公司已顺利启动复工复产。根据湖北卫健委发布的数据，截至报告日（3 月 16 日），武汉新增确诊人数已经回落至个位数区间；湖北省除武汉市外地区新增病例数连续多日为 0。公司方面也已顺利启动复工复产，根据公司微信平台发布信息，公司已通过复工申请并于 3 月 8 日开始小规模复工。

图 15：武汉新增确诊病例持续处于两位数区间

湖北：武汉：确诊病例：新冠肺炎：当日新增
(例)



数据来源：湖北省卫健委，西南证券整理

3.2 工业自动化受疫情催化，激光行业助推制造业升级

工业自动化需求受疫情催化，激光行业助推制造业升级。随着激光器价格的持续下行，激光设备一次设备采购成本过高问题已得到较大缓解，设备投资回收期已显著缩短，经济性的改善加速拉动下游市场需求；我们认为受本次疫情影响，国内制造业升级需求有望进一步提振，下游汽车厂、3C 产品厂商建设自动化、智能产线相关的资本开支意愿再度强化，以规避突发事件带来人工短缺的风险。而激光器对于替代人工、提高制造业生产效率成效显著，预计随着国内制造业全面复工复产，激光设备渗透率将进一步提升。

手持激光焊市场持续高景气。我们以手持激光焊为例，探讨激光设备提升生产效率助推制造业升级。对于钣金制造工艺，传统焊接设备（氩弧焊等）由于焊缝较宽等因素使得对焊接工人技术专业要求较高，相关制造业企业招工面临困难。而手持式激光焊接机由于焊缝较窄、焊接速度快等优势使设备的使用易于上手，操作人员可轻松实现优质焊接效果，使行业对专业技术依赖降低；从 2018 年起，随着激光器价格的下行叠加激光焊接头可靠性的改善，手持激光焊接机销量持续释放。

表 2：手持激光焊对比传统氩弧焊优势明显

	热影响	后续处理	对板材要求	工人要求	焊接速度	有无耗材
氩弧焊	很大	需要	厚度>1mm	高，通常需要专业技工（假设专业技工工资 10000 元/月）	慢	有（焊剂、焊丝）
手持激光焊	很小	不需要	厚度<3mm	低，普通工人经简单培训即可上手（假设普通工人工资 4000 元/月）	是氩弧焊的 2-10 倍	无

数据来源：西南证券整理

3.3 新产能投放持续落地，元件自给化率再提升

新产能投放持续落地，预计全面复工后公司将加速新产能投放节奏。根据公司 2019 年半年报，公司稳步推进产能扩产计划。为达到项目的预定目标奠定基础，2019H1 公司通过已设立的子公司及租赁厂房等措施合理规划快速提升产能，新增厂房约 2 万多平方米，8 千平方米的净化车间，预计在 2019Q4 落地；此外公司产线的自动化改造也可提升单位面积产出。我们预计本次疫情后续复工后，公司将加快恢复生产，预计扩产计划仍将满足全年需求。

新产能释放打破公司元件自给化率制约，巩固公司竞争优势。公司激光器产品主要上游光学元件包括有源光纤、泵浦源、光纤元件等。目前公司凭借人才、技术储备优势已实现大部分光学元件自产。2019 年受产能等因素制约，公司元件自给率提升较慢；而随着公司产能扩产顺利推进，预计公司产业链垂直整合将进一步深化，元件自给率的有效提升将促进产品成本优化，带动公司盈利能力修复；且为后续更高功率光纤激光器及其核心器件的研发奠定了坚实基础，提高产品的市场竞争力和公司的综合实力，巩固和提升公司在行业中的技术竞争优势。

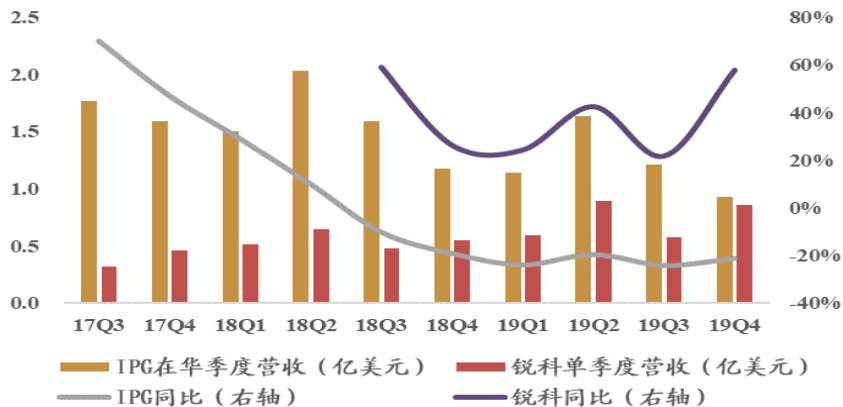
3.4 产品结构优化，市占率加速提升

公司高功率板块快速放量，产品结构持续优化。根据公司 2019 年半年报，2019H1 公司 6kW 和 12kW 的高功率连续激光产品销量实现大幅增长。2019H1 公司 3300W 连续激光产品销售额同比+35.2%，6kW 及以上销售额同比+144.7%；新品研发方面，2019H1 公司单

模 3kW 连续光纤激光器实现量产；单模实验室测试功率突破 5kW；12kW 实现批量供货，并已推出 20kW 连续产品。

产品线已延伸至 IPG 核心功率段，市占率预计进一步加速上行。IPG 作为目前国内光纤激光行业市占率第一厂商，核心优势在于对 6kW 及以上高功率市场的垄断。而公司高功率板块的持续开拓意味着产品线已延伸至 IPG 核心功率段。根据我们的测算，2019 年公司国内市占率已达 25%，同比提升约 7pct。展望 2020 年，我们认为虽然 Q1 公司出货或受一定疫情影响，但公司凭借高功率板块持续发力，以及本土人力成本、售后服务体系完善等优势，市占率加速提升趋势不变。

图 16: IPG 中国区收入已连续 6 季度同比下滑；锐科持续挤占 IPG 市场份额

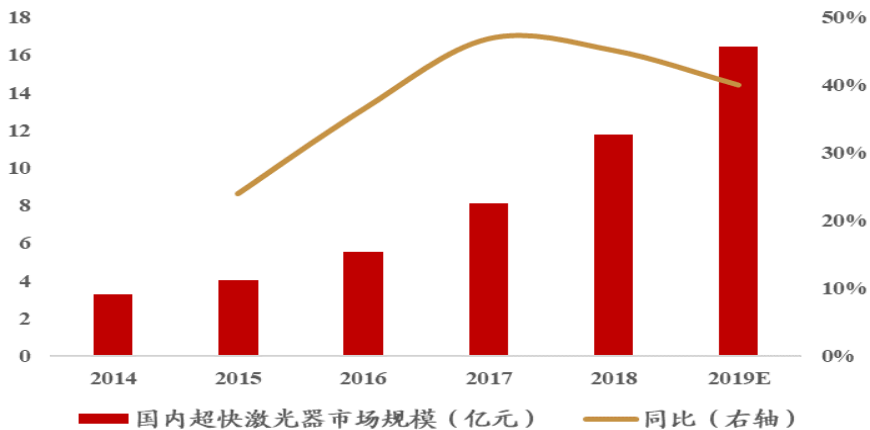


数据来源：锐科公告，IPG 公告，西南证券整理

3.5 超快、军工等新板块增长可期

2019 年公司通过收购国神光电切入超快激光器赛道。随着近年国内如半导体、医疗、3C 电子、PCB 等市场对精密激光加工需求的持续提升，超快激光市场增速高于整个光纤激光行业平均水平。根据 Ofweek 数据，2018 年国内超快激光器市场空间达 11.7 亿元，2014-2018 复合增长率约 37.8%。公司预计超快激光器板块有望成为未来新的利润增长点。

图 17: 国内超快激光器市场规模增长迅速



数据来源：Ofweek，西南证券整理

军工业务方面, 根据 Laser Markets Research 数据, 2019H1 全球军用激光器市场规模同比+28%, 成为增速最快的细分市场。公司控股股东航天科工集团作为我国国防工业的重点单位, 为公司发展提供了广阔平台。随着军用激光器技术成熟度持续完善, 军工板块未来有望为公司贡献新的收入增量。

4 盈利预测与投资建议

4.1 关键假设

假设 1: 连续光纤激光器板块方面, 受益公司高功率产品持续开拓, 板块收入持续高速增长趋势, 假设公司 2019/2020/2021 板块营收同比增速分别为 34%/35%/32%; 毛利率方面, 预计国内连续光纤激光行业价格战延续缓和趋势, 叠加公司高功率连续产品销售占比提升带动板块产品结构持续优化, 板块毛利率呈企稳回升态势, 假设公司 2019/2020/2021 板块毛利率分别为 35.0%/32.0%/35.0%。

假设 2: 脉冲光纤激光器板块方面, 受益公司脉冲产品市占率的持续攀升以及高功率脉冲产品的放量, 2019H1 公司脉冲板块营收获得同比+58%高增长, 假设公司 2019/2020/2021 板块营收同比增速分别为 65.0%/43.0%/30.0%; 毛利率方面, 我们认为国内脉冲光纤激光器行业价格战已经基本结束, 叠加公司产品成本下降带来毛利提升, 假设公司 2019/2020/2021 板块毛利率分别为 20.5%/22.0%/24.0%。

假设 3: 技术开发服务板块, 受益公司持续加大研发投入以及控股股东为公司提供的广阔发展平台, 假设公司技术开发服务板块 2019/2020/2021 板块营收同比增速分别为 30.0%/100.0%/50.0%, 板块毛利率分别为 22.0%/25.0%/25.0%。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 3: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
连续光纤激光器	收入	1,115.26	1,494.45	2,017.51	2,663.11
	增速	190.0%	34.0%	35.0%	32.0%
	毛利率	49.5%	35.0%	32.0%	35.0%
脉冲光纤激光器	收入	222.763	367.56	525.61	683.29
	增速	27.0%	65.0%	43.0%	30.0%
	毛利率	32.78%	20.5%	22.0%	24.0%
技术开发服务	收入	77.44	100.67	201.34	302.01
	增速	290.5%	30.0%	100.0%	50.0%
	毛利率	21.09%	22.0%	25.0%	25.0%
合计	收入	1,462.0	2011.57	2793.35	3697.30
	增速	53.63%	37.59%	38.86%	32.36%
	毛利率	45.32%	31.6%	29.6%	32.1%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 估值及投资建议

A 股上市公司中，我们选取与公司主营业务相同的杰普特（科创板上市企业），以及大族激光、华工科技两家主营激光设备产品的公司作为可比公司。2019 年三家可比公司平均 PE 为 52 倍，2020 年平均 PE 为 31 倍，2021 年平均 PE 为 26 倍；公司作为国内光纤激光龙头，在“千人计划”专家团队领衔的研发队伍下技术驱动成长。多年深耕激光产业链中游的光纤激光器产品，公司持续发力上游核心元器件自产积累护城河，开拓高功率板块进一步替代进口份额获取高增长。本次疫情的短期扰动不改公司长期成长逻辑，我们预计今年公司在全面复工复产后也将凭借制造业升级东风，新产能释放以及超快、军工等板块逐步迈入收获期等推力下迈上经营质量的新台阶。我们认为目前公司凭借优秀质地享受了一定的估值溢价，随着未来业绩高增长的兑现估值有望有效消化。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3.26、4.33、6.45 亿元，对应 PE 52、39、26 倍，维持“持有”评级。

表 4：可比公司估值（市值数据截至 3 月 16 日收盘）

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
688025.SH	杰普特	37.82	0.93	0.66	1.08	1.29	41	58	35	29
002008.SZ	大族激光	325.35	17.19	6.58	15.79	18.94	19	49	21	17
000988.SZ	华工科技	230.76	2.84	4.87	6.18	7.47	81	47	37	31
平均值							47	52	31	26
300747.SZ	锐科激光	169.63	4.33	3.26	4.33	6.45	39	52	39	26

数据来源：Wind，西南证券整理（杰普特、大族激光 2020-2021 年归母净利润以及华工科技 2019-2021 年归母净利润来自 Wind 一致预期）

5 风险提示

疫情持续超预期；全球经济增速低预期；价格战超预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1462.03	2011.57	2793.35	3697.30	净利润	439.93	325.82	433.23	644.59
营业成本	799.40	1376.35	1967.11	2511.05	折旧与摊销	25.31	32.84	44.99	60.56
营业税金及附加	14.55	19.48	28.16	36.63	财务费用	-3.48	-10.84	-11.19	-3.77
销售费用	63.05	140.46	146.11	169.26	资产减值损失	8.64	0.00	0.00	0.00
管理费用	28.39	173.05	223.73	296.04	经营营运资本变动	-1341.56	296.74	415.07	-363.29
财务费用	-3.48	-10.84	-11.19	-3.77	其他	1132.67	-2.62	0.44	0.22
资产减值损失	8.64	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	261.51	641.95	882.54	338.31
投资收益	14.28	0.00	0.00	0.00	资本支出	-79.76	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1104.23	4.12	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	70.26	70.26	70.25	投资活动现金流净额	-1183.99	-195.88	-200.00	-200.00
营业利润	508.00	383.32	509.69	758.34	短期借款	0.00	100.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.88	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	508.88	383.32	509.69	758.34	股权融资	1119.15	64.00	0.00	0.00
所得税	68.95	57.50	76.45	113.75	支付股利	-31.68	-40.76	-33.99	-47.24
净利润	439.93	325.82	433.23	644.59	其他	-3.04	10.84	11.19	3.77
少数股东损益	7.41	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1084.43	134.08	-22.81	-43.47
归属母公司股东净利润	432.52	325.82	433.23	644.59	现金流量净额	162.10	580.15	659.74	94.84
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	327.93	908.08	1567.82	1662.66	成长能力				
应收和预付款项	434.20	248.19	356.17	526.21	销售收入增长率	53.60%	37.59%	38.86%	32.36%
存货	282.64	505.58	717.30	918.82	营业利润增长率	56.11%	-24.54%	32.97%	48.79%
其他流动资产	1122.07	1031.74	502.80	702.49	净利润增长率	57.35%	-25.94%	32.97%	48.79%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	51.82%	-23.50%	34.09%	49.98%
投资性房地产	4.12	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	171.85	344.97	505.94	651.33	毛利率	45.32%	31.58%	29.58%	32.08%
无形资产和开发支出	26.00	20.52	15.03	9.55	三费率	6.02%	15.05%	12.84%	12.48%
其他非流动资产	18.07	17.60	17.12	16.65	净利率	30.09%	16.20%	15.51%	17.43%
资产总计	2386.89	3076.67	3682.18	4487.70	ROE	21.42%	13.56%	15.46%	18.96%
短期借款	0.00	100.00	100.00	100.00	ROA	18.43%	10.59%	11.77%	14.36%
应付和预收款项	284.39	523.10	727.50	933.74	ROIC	37.99%	17.41%	25.04%	33.79%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	36.24%	20.15%	19.46%	22.05%
其他负债	48.74	50.73	52.61	54.54	营运能力				
负债合计	333.12	673.84	880.11	1088.28	总资产周转率	0.93	0.74	0.83	0.91
股本	128.00	192.00	192.00	192.00	固定资产周转率	9.42	9.92	9.39	8.92
资本公积	1129.41	1129.41	1129.41	1129.41	应收账款周转率	10.79	11.53	18.17	17.80
留存收益	776.96	1062.03	1461.27	2058.62	存货周转率	3.30	3.46	3.20	3.06
归属母公司股东权益	2034.37	2383.44	2782.68	3380.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	70.53%	—	—	—
少数股东权益	19.39	19.39	19.39	19.39	资本结构				
股东权益合计	2053.77	2402.83	2802.07	3399.42	资产负债率	13.96%	21.90%	23.90%	24.25%
负债和股东权益合计	2386.89	3076.67	3682.18	4487.70	带息债务/总负债	0.00%	14.84%	11.36%	9.19%
					流动比率	7.55	4.29	3.77	3.66
					速动比率	6.56	3.48	2.91	2.77
					股利支付率	7.32%	12.51%	7.85%	7.33%
					每股指标				
					每股收益	2.25	1.70	2.26	3.36
					每股净资产	10.70	12.41	14.49	17.60
					每股经营现金	1.36	3.34	4.60	1.76
					每股股利	0.17	0.21	0.18	0.25
业绩和估值指标									
EBITDA	529.83	405.32	543.49	815.13					
PE	39.22	52.06	39.15	26.32					
PB	8.26	7.12	6.10	5.02					
PS	11.60	8.43	6.07	4.59					
EV/EBITDA	20.68	39.82	28.49	18.88					
股息率	0.19%	0.24%	0.20%	0.28%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn