

## 激光板块毛利率显著提升, 智能装备有望迎拐点

### 投资要点

- **事件:** 公司公布 2019 年年报, 2019 年实现营收 5.7 亿元, 同比-14.8%; 实现归母净利润 0.65 亿元, 同比-30.8%。
- **连续与固体激光器出货量大幅增加, 智能装备板块短期回调。** 公司激光器板块营收 3.2 亿元, 同比+20.8%, 其中公司连续激光器销量快速释放, 2019 年销量达 1175 台, 同比+83.0%; 固体激光器销量达 1573 台, 同比+126.3%; 脉冲激光器实现小幅增长, 销量为 11833 台, 同比+1.0%。智能装备板块营收 1.9 亿元, 同比-42.3%, 主要系下游客户创新力度趋缓导致设备更新需求下滑; 光纤器件、其他业务分别营收 0.24、0.33 亿元, 分别同比-29.1%、-13.8%。
- **产品结构优化+连续激光器规模效应显现, 推动激光器板块毛利率上行。** 2019 年公司综合毛利率为 36.3%, 同比+2.1pp。分板块来看, 激光器板块毛利率为 33.1%, 同比+5.4pp, 主要系公司脉冲激光器持续向高功率段渗透带动产品结构优化, 连续激光器受益销量大幅提升规模效应凸显; 智能装备板块毛利率为 37.5%, 同比-1.0pp。光纤器件毛利率为 24.4%, 同比+6.3pp。三费方面, 2019 年公司销售/管理(含研发)/财务费率分别为 8.4%/17.8%/-1.0%, 分别同比+2.6pp/+5.2pp/-0.1pp。其中销售费率的增加主要系人工薪酬等费用增长; 管理费率提升主要系公司研发费用的快速增长, 2019 年公司研发费率为 11.7%, 同比+3.7pp, 研发持续高投入。
- **差异化竞争稳固护城河, 连续产品快速突破。** 公司系国产 MOPA 激光器龙头, 由于与传统调 Q 脉冲技术存在技术路径、应用场景差异, 公司脉冲激光器盈利能力保持稳健; 随着公司持续向高功率段延伸, 以及超快激光器的加速布局, 预计公司脉冲板块护城河将进一步稳固; 连续板块同样实现快速突破, 自 2016 年布局以来, 公司目前已推出单模 3kW、多模 12kW 等连续光纤激光产品, 预计随着公司技术与市场的持续开拓, 连续板块有望成为公司新的业绩驱动力。
- **下游客户创新大年预期有望落地, 带动智能装备板块迎拐点。** 2014 年公司切入苹果供应链, 2017 年受益 iPhone 创新大年催生生产线设备更换需求, 公司业绩释放极大弹性; 2020 年 iPhone 有望发布首款 5G 机型, 创新大年带动下公司智能装备板块(智能光谱检测仪、VCSEL 检测系统等)有望再乘东风迎来拐点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 0.98、1.37、1.69 亿元, 对应 PE 45、32、26 倍, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 下游客户创新力度或不及预期、公司新品研发或不及预期。

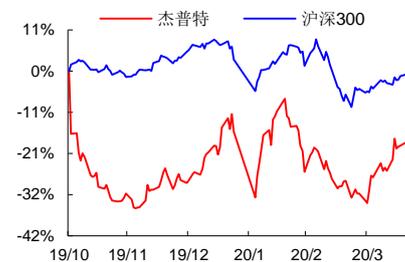
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	568	792	977	1116
增长率	-14.8%	39.6%	23.3%	14.2%
归属母公司净利润(百万元)	65	98	137	169
增长率	-30.8%	51.4%	40.2%	23.0%
每股收益 EPS(元)	0.70	1.06	1.49	1.83
净资产收益率 ROE	4.1%	5.9%	7.7%	8.8%
PE	68	45	32	26
PB	2.8	2.7	2.5	2.3

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

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	0.92
流通 A 股(亿股)	0.22
52 周内股价区间(元)	37.70-68.90
总市值(亿元)	44.09
总资产(亿元)	18.17
每股净资产(元)	17.00

### 相关研究

1. 杰普特(688025): 国产 MOPA 排头兵, 业绩迎拐点可期 (2020-04-16)

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	568	792	977	1116	净利润	64.65	97.85	137.19	168.77
营业成本	361.88	499.42	605.71	689.59	折旧与摊销	15.34	4.90	4.90	4.90
营业税金及附加	1.98	3.28	3.49	4.18	财务费用	-5.80	1.57	1.55	0.89
销售费用	47.46	57.04	58.63	66.98	资产减值损失	-9.22	-8.00	0.00	0.00
管理费用	100.92	126.77	146.58	156.29	经营营运资本变动	-65.73	-47.10	-113.34	-76.64
财务费用	-5.80	1.57	1.55	0.89	其他	19.08	5.08	1.87	-1.14
资产减值损失	-9.22	-8.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>18.32</b>	<b>54.31</b>	<b>32.16</b>	<b>96.77</b>
投资收益	0.62	2.80	0.00	0.00	资本支出	-63.73	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.23	0.12	0.13	0.14	其他	-387.53	2.92	0.13	0.14
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-451.26</b>	<b>2.92</b>	<b>0.13</b>	<b>0.14</b>
<b>营业利润</b>	<b>71.98</b>	<b>115.12</b>	<b>161.39</b>	<b>198.55</b>	短期借款	-34.93	-50.07	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.38	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>71.61</b>	<b>115.12</b>	<b>161.39</b>	<b>198.55</b>	股权融资	915.04	0.00	0.00	0.00
所得税	6.96	17.27	24.21	29.78	支付股利	0.00	-12.93	-19.57	-27.44
净利润	64.65	97.85	137.19	168.77	其他	-8.09	-0.14	-1.55	-0.89
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>872.01</b>	<b>-63.13</b>	<b>-21.12</b>	<b>-28.33</b>
归属母公司股东净利润	65	98	137	169	<b>现金流量净额</b>	<b>442.49</b>	<b>-5.91</b>	<b>11.18</b>	<b>68.59</b>
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	892.56	886.65	897.83	966.41	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	264.01	271.11	358.19	418.22	销售收入增长率	-14.80%	39.56%	23.34%	14.24%
存货	249.72	344.64	415.99	474.88	营业利润增长率	-31.16%	59.92%	40.20%	23.02%
其他流动资产	256.51	243.89	245.91	247.44	净利润增长率	-30.75%	51.36%	40.20%	23.02%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-26.72%	49.13%	38.04%	21.75%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	110.14	107.51	104.88	102.25	毛利率	36.25%	36.96%	38.02%	38.23%
无形资产和开发支出	16.72	15.13	13.54	11.96	三费率	25.12%	23.40%	21.16%	20.08%
其他非流动资产	26.84	26.16	25.48	24.80	净利率	11.39%	12.35%	14.04%	15.12%
<b>资产总计</b>	<b>1816.50</b>	<b>1895.09</b>	<b>2061.83</b>	<b>2245.95</b>	ROE	4.12%	5.91%	7.73%	8.81%
短期借款	50.07	0.00	0.00	0.00	ROA	3.56%	5.16%	6.65%	7.51%
应付和预收款项	165.53	202.33	247.20	286.63	ROIC	12.53%	17.66%	21.07%	22.20%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.36%	15.35%	17.18%	18.30%
其他负债	30.86	36.37	40.62	43.97	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>246.46</b>	<b>238.69</b>	<b>287.81</b>	<b>330.61</b>	总资产周转率	0.43	0.43	0.49	0.52
股本	92.37	92.37	92.37	92.37	固定资产周转率	9.65	13.87	17.93	21.52
资本公积	1256.08	1256.08	1256.08	1256.08	应收账款周转率	2.99	3.31	3.50	3.23
留存收益	223.02	307.95	425.56	566.89	存货周转率	1.42	1.68	1.59	1.54
归属母公司股东权益	1570.04	1656.40	1774.01	1915.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.84%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1570.04</b>	<b>1656.40</b>	<b>1774.01</b>	<b>1915.34</b>	资产负债率	13.57%	12.60%	13.96%	14.72%
负债和股东权益合计	1816.50	1895.09	2061.83	2245.95	带息债务/总负债	20.31%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.23	7.86	7.07	6.71
					速动比率	6.14	6.31	5.53	5.19
					股利支付率	0.00%	13.21%	14.27%	16.26%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	81.53	121.59	167.84	204.34	每股收益	0.70	1.06	1.49	1.83
PE	68	45	32	26	每股净资产	17.00	17.93	19.21	20.74
PB	2.81	2.66	2.49	2.30	每股经营现金	0.20	0.59	0.35	1.05
PS	7.77	5.56	4.51	3.95	每股股利	0.00	0.14	0.21	0.30
EV/EBITDA	40.61	26.87	19.40	15.60					
股息率	0.00%	0.29%	0.44%	0.62%					

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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	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