

业绩实现高增长，盈利能力有望持续改善

投资要点

- **业绩总结:** 2021H1, 公司实现营业收入 16.1 亿元, 同比增长 126.9%; 实现归母净利润 2.6 亿元, 同比增长 288.4%。
- **公司业绩实现高增长, 连续光纤激光器和超快激光器业务加速放量。** 2021H1:
1) 从营收端来看, 公司营业收入同比增长 126.9%; 分业务来看, 公司连续光纤激光器业务实现收入 13.2 亿元, 同比增长 156.2%; 脉冲光纤激光器业务实现营收 1.7 亿元, 同比增长 36.7%; 超快激光器业务实现收入 0.4 亿元, 同比增长 377.1%; 技术开发服务业务实现收入 0.08 亿元, 同比有所下滑。从产品来看, 截至 2021 年 7 月 1 日, 公司万瓦激光器销量累计超过 1800 台, 20KW 以上光纤激光器销量累计突破 150 台, 焊接及清洗版激光器销量同比增长超 170%。2) 从利润端来看, 公司归母净利润同比增长 288.4%, 一方面是因为去年同期受新冠肺炎疫情影响导致收入基数较低, 另一方面则因为报告期内公司高毛利的连续光纤激光器、超快激光器业务实现大幅增长。公司毛利率为 31.0%, 同比增长 7.0pp; 净利率为 17.5%, 同比增长 7.0pp, 盈利水平开始回升。3) 从费用端来看, 公司销售费用率为 2.9%, 同比下降 2.6pp; 管理费用率为 1.7%, 同比下降 0.4pp; 研发费用率为 6.9%, 同比增长 0.4pp。
- **首期股权激励计划正式落地, 公司经营效率有望进一步提升。** 2021 年 6 月份, 公司首期股权激励计划落地, 计划中规定: 第一/二/三个解除限售期的考核标准是以 2019 年的营业收入为基数, 至 2022 年/2023 年/2024 年, 公司营业收入的复合增长率分别不低于 25%/26%/27%、ROE 分别不低于 15%/16%/17%。该考核标准可以反映出公司对激光行业以及自身发展的自信心。我们认为, 随着公司核心元器件自产比例提升, 部分产品向高端领域拓展, 高毛利业务加速放量, 公司业绩的高增长有望持续。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计 2021-2023 年, 公司的 EPS 分别为 1.25 元、1.73 元、2.24 元, 未来三年归母净利润的复合增长率将保持 40% 以上。考虑到公司是国内光纤激光器龙头, 核心元器件自产比例有望进一步提升, 我们给予公司 2021 年 65 倍 PE, 对应市值约 350 亿元, 对应目标价 81.11 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新产品拓展不达预期; 行业竞争加剧; 激光器价格下滑幅度超预期。

指标年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2316.64	3210.95	4342.76	5501.71
增长率	15.25%	38.60%	35.25%	26.69%
归属母公司净利润 (百万元)	296.10	539.08	748.53	969.66
增长率	-8.95%	82.06%	38.85%	29.54%
每股收益 EPS (元)	0.69	1.25	1.73	2.24
净资产收益率 ROE	11.73%	17.91%	20.47%	21.64%
PE	97	53	38	29
PB	11.15	9.39	7.76	6.35

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn
联系人: 徐一丹
电话: 021-58351908
邮箱: xyd@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)	4.32
流通 A 股(亿股)	3.76
52 周内股价区间(元)	59.01-116.99
总市值(亿元)	285.98
总资产(亿元)	42.46
每股净资产(元)	9.71

相关研究

1 公司是国内激光领域的龙头企业

锐科激光成立于 2007 年，于 2008 年在深交所上市。公司主要从事光纤激光器及其关键器件与材料的研发、生产和销售，拥有高功率光纤激光器国家重点领域创新团队和光纤激光器技术国家地方联合工程研究中心。公司致力于为激光制造装备集成商提供光纤激光器产品和相关解决方案，并为客户提供定制化的产品和服务。目前，公司主要产品包括脉冲光纤激光器、连续光纤激光器、准连续光纤激光器、直接半导体激光器以及超快激光器等五大类，主要应用于打标、切割、清洗等激光制造领域。

图 1：公司业务布局



资料来源：西南证券整理

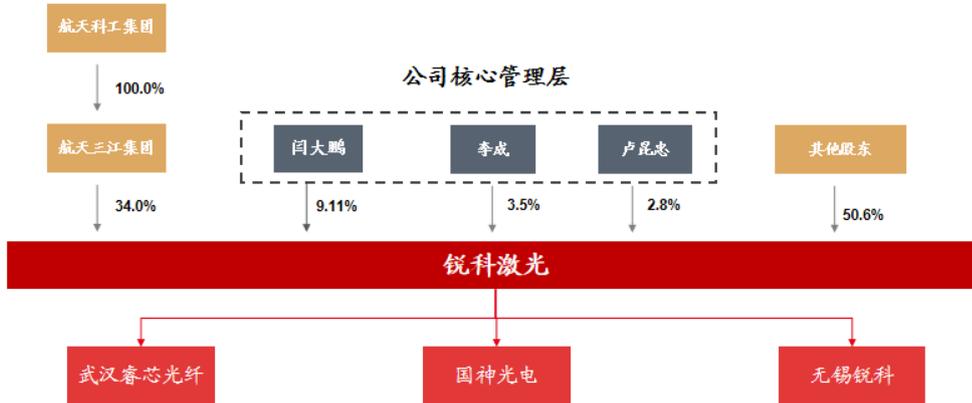
回顾公司主要发展历程：2008 年，公司推出 10W 脉冲全光纤激光器，同期承接了国家科技项目与国家专项项目。2009 年-2012 年，公司接连突破 100W 连续光纤激光器、500-1000W 连续光纤激光器以及 4000W 连续光纤激光器技术，并于 2013 年攻克万瓦激光器核心技术，突破外国对我国的技术封锁。公司凭借强大的技术优势迎来高速发展，先后承接了“增材制造与激光制造”重点专项、“工业级大功率光纤激光器关键技术及产业化”等国家级项目。发展至今，公司已成为全国激光领域的龙头企业，技术实力在行业处于领先地位。

图 2：公司主要发展历程



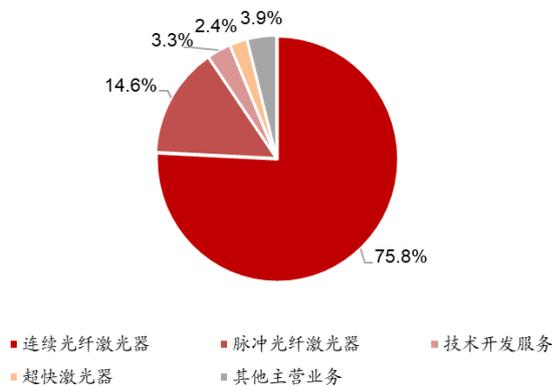
资料来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

背靠国资股东，股权结构相对集中。公司第一大股东为航天三江集团，其母公司为航天科工集团，是国务院国资委全资设立的企业，主要从事国防科技领域的业务。公司副董事长兼总工程师闫大鹏在激光领域方面造诣较高，是公司核心科研人员，持有公司 9.11% 的股权，其连同李成与卢昆忠两位高管共计持公司股份 15.4%。

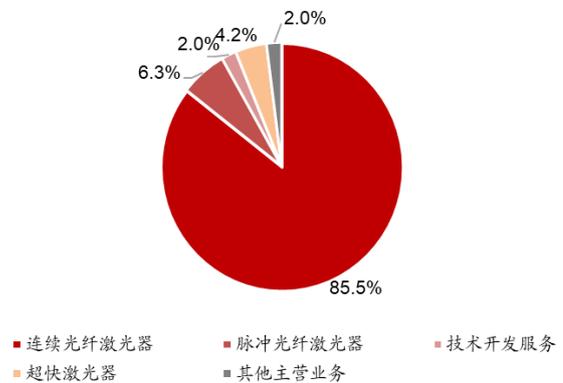
图 3：公司股权结构


资料来源：公司公告，西南证券整理（截至 2021 年半年报）

公司主营业务主要包括：连续光纤激光器、脉冲光纤激光器、超快激光器以及技术开发服务。分业务来看，2020 年，公司连续光纤激光器业务实现收入 17.6 亿元，同比增长 18%，占收入比重 75.8%，为公司主要的收入来源，该业务毛利率为 32.8%；脉冲光纤激光器业务实现营收 3.4 亿元，同比增长 9.9%，占收入比重约 14.6%，该业务毛利率为 12.4%；超快激光器业务实现营收 0.55 亿元，同比大幅提升 148%，占营收比重约 2.4%，该业务毛利率高达 51.3%；技术开发服务业务实现营收 0.75 亿元，同比下滑 28.9%，占营收比重约 3.3%，该业务毛利率为 17.7%。**2021H1**，公司连续光纤激光器业务实现收入 13.2 亿元，同比增长 156.2%；脉冲光纤激光器业务实现营收 1.7 亿元，同比增长 36.7%；超快激光器业务实现收入 0.4 亿元，同比增长 377.1%；技术开发服务业务则实现收入 0.08 亿元，同比有所下滑。

图 4：公司 2020 年营收结构情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司 2020 年毛利结构情况


数据来源：Wind，西南证券整理

营业收入持续稳健增长，归母净利润短期有所波动。回顾公司往年经营情况：1) 收入端，2014-2020 年，公司营业收入从 2.3 亿元增至 23.2 亿元，复合增速约达 47%；其中，2020 年公司营业收入同比增长 15.3%，增速有所放缓。2) 利润端，2014-2020 年，公司归母净利润从 0.1 亿元增至 3 亿元，复合增速约达 76%；其中，2019 年归母净利润下滑主要受价格战的影响，2020 年在疫情的影响下公司归母净利润同比减少 8.9%。**2021 上半年**，公司实现营业收入 16.1 亿元，同比增长 126.9%；实现归母净利润 2.6 亿元，同比增长 288.4%，一方面是因为去年同期受新冠肺炎疫情影响导致收入基数较低，另一方面则因为报告期内公司高毛利的连续光纤激光器、超快激光器业务实现大幅增长。

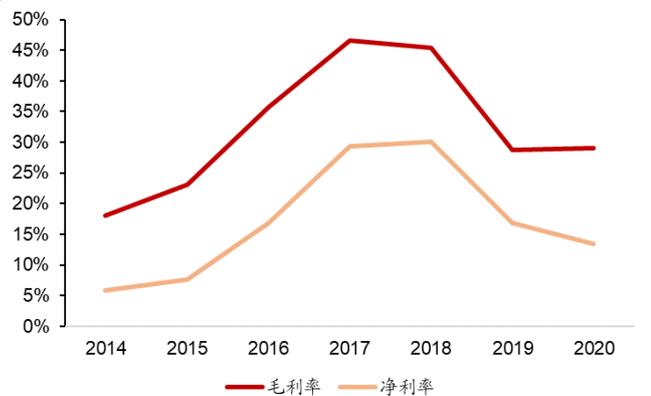
图 6：公司营业收入及增速情况


数据来源：Wind，西南证券整理

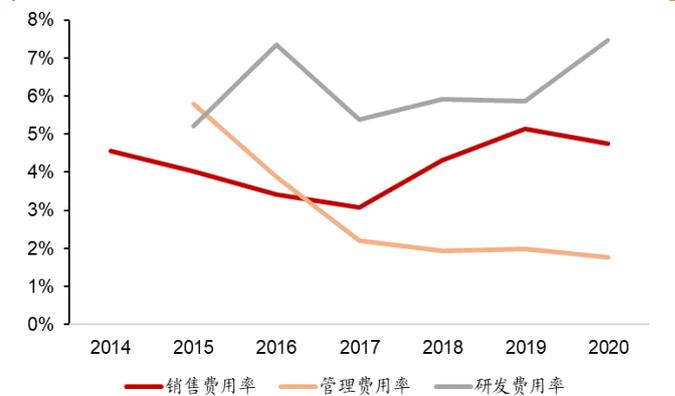
图 7：公司归母净利润及增速情况


数据来源：Wind，西南证券整理

公司盈利水平回升，费用端控制效果显著。1) **利润率方面**：受价格战和疫情影响，公司盈利水平出现短期波动。2020 年，公司毛利率为 29.1%，同比增长 0.3pp；净利率为 13.5%，同比下降 3.3pp。**2021H1**，公司毛利率为 31.0%，同比增长 7.0pp；净利率为 17.5%，同比增长 7.0pp，盈利水平大幅提升。2) **费用率方面**：公司加强营销力度、重视研发投入，因此近几年公司销售费用率和研发费用率整体上行。2020 年，公司销售费用率为 4.8%，同比下降 0.4pp；管理费用率 1.8%，同比下降 0.2pp；研发费用率为 7.5%，同比增长 1.6pp。**2021H1**，公司销售费用率为 2.9%，同比下降 2.6pp；管理费用率为 1.7%，同比下降 0.4pp；研发费用率为 6.9%，同比增长 0.4pp。

图 8：公司毛利率和净利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：公司费用率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司的拳头产品万瓦级别的连续光纤激光已经能够替代进口，截至 2021 年 7 月 1 日，公司万瓦激光器销量累计超过 1800 台，20kW 以上光纤激光器销量累计突破 150 台。在国产替代的趋势下，我们预计未来三年公司连续光纤激光业务的市占率将进一步提升，该业务增长有望加速；同时，由于该业务逐渐向高端领域拓展，毛利率有望上行。我们预计该业务营收占比至 2023 年有望达到 77% 以上。

假设 2：2020 年、2021H1，公司超快激光器业务分别同比增长 148%、377.1%，该业务已经进入加速放量阶段。超快激光器广泛应用于 3C 精密加工等领域，下游市场广阔，随着工艺的进一步成熟，公司该业务有望持续高速增长。我们假设未来三年，该业务销量持续保持 50% 以上的高速增长，该业务营收占比也将稳步提升。

假设 3：我们假设公司核心元器件自产比例将进一步提升，价格战将进一步趋缓，公司毛利率有望稳步增长。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
连续光纤激光器	收入	1755.6	2457.8	3342.7	4245.2
	增速	18.8%	40.0%	36.0%	27.0%
	毛利率	32.8%	37.0%	38.0%	39.0%
脉冲光纤激光器	收入	339.4	427.6	530.3	636.3
	增速	5.8%	26.0%	24.0%	20.0%
	毛利率	12.4%	16.5%	18.0%	19.0%
超快激光器	收入	55.0	110.0	198.0	297.0
	增速	124.5%	100.0%	80.0%	50.0%
	毛利率	51.3%	52.0%	53.0%	53.0%
技术开发服务	收入	75.4	82.9	99.5	116.4
	增速	-35.6%	10.0%	20.0%	17.0%
	毛利率	17.7%	19.0%	21.5%	22.5%
其他主营业务	收入	91.4	132.5	172.3	206.7
	增速	29.8%	45.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	14.9%	16.0%	18.0%	20.0%
合计	收入	2316.6	3211.0	4342.8	5501.7
	增速	15.2%	38.6%	35.2%	26.7%
	毛利率	29.1%	33.5%	35.1%	36.4%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取了三家主流可比公司，分别是埃斯顿、华工科技、柏楚电子。2020 年，四家公司的平均 PE 约为 103 倍，2021 年 Wind 一致预期的平均 PE 约为 75 倍。

我们预计 2021-2023 年，公司的 EPS 分别为 1.25 元、1.73 元、2.24 元，未来三年归母净利润的复合增长率将保持 40% 以上。考虑到公司是国内光纤激光器龙头，核心元器件自产比例有望进一步提升，我们给予公司 2021 年 65 倍 PE，对应市值约 350 亿元，对应目标价 81.11 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
002747.SZ	埃斯顿	30.65	0.15	0.30	0.44	0.62	195.57	101.59	69.41	49.77
000988.SZ	华工科技	27.36	0.55	0.77	1.00	1.28	42.36	35.50	27.38	21.38
688188.SH	柏楚电子	507.01	3.71	5.75	7.75	10.20	71.13	88.15	65.40	49.69
平均值							103.02	75.08	54.06	40.28

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2021.08.17 收盘）

3 风险提示

新产品拓展不达预期；行业竞争加剧；激光器价格下滑幅度超预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2316.64	3210.95	4342.76	5501.71	净利润	312.59	568.65	789.59	1023.93
营业成本	1643.26	2136.83	2819.75	3500.23	折旧与摊销	80.35	54.68	54.68	54.68
营业税金及附加	11.54	16.05	21.71	27.51	财务费用	1.02	-0.76	-0.51	-0.59
销售费用	110.09	160.55	217.14	275.09	资产减值损失	-39.93	-14.18	13.35	26.18
管理费用	41.12	288.99	390.85	495.15	经营营运资本变动	293.26	-109.04	-513.99	-479.24
财务费用	1.02	-0.76	-0.51	-0.59	其他	-591.83	-12.85	-27.89	-38.22
资产减值损失	-39.93	-14.18	13.35	26.18	经营活动现金流净额	55.46	486.50	315.22	586.74
投资收益	13.30	15.72	17.02	12.69	资本支出	-196.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	636.42	-6.12	-9.00	-12.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	440.06	-6.12	-9.00	-12.50
营业利润	351.54	639.19	897.49	1190.84	短期借款	20.00	-20.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.14	-0.26	-0.23	-0.22	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	351.40	638.93	897.26	1190.61	股权融资	96.00	0.00	0.00	0.00
所得税	38.81	70.28	107.67	166.69	支付股利	-26.11	-59.22	-107.82	-149.71
净利润	312.59	568.65	789.59	1023.93	其他	-100.11	34.19	39.51	42.02
少数股东损益	16.49	29.57	41.06	54.27	筹资活动现金流净额	-10.22	-45.02	-68.31	-107.68
归属母公司股东净利润	296.10	539.08	748.53	969.66	现金流量净额	484.78	435.35	237.91	466.55
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	832.71	1268.07	1505.98	1972.53	成长能力				
应收和预付款项	1187.99	1557.81	2141.07	2712.39	销售收入增长率	15.25%	38.60%	35.25%	26.69%
存货	600.33	802.44	1063.96	1326.37	营业利润增长率	-7.95%	81.83%	40.41%	32.69%
其他流动资产	458.44	20.64	27.91	35.36	净利润增长率	-7.64%	81.92%	38.85%	29.68%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	2.37%	60.10%	37.30%	30.82%
投资性房地产	13.19	11.94	12.70	12.53	获利能力				
固定资产和在建工程	467.97	427.44	386.90	346.37	毛利率	29.07%	33.45%	35.07%	36.38%
无形资产和开发支出	127.36	118.97	110.58	102.19	三费率	6.57%	13.98%	13.99%	13.99%
其他非流动资产	122.96	140.30	159.80	179.41	净利率	13.49%	17.71%	18.18%	18.61%
资产总计	3810.95	4347.60	5408.90	6687.15	ROE	11.73%	17.91%	20.47%	21.64%
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.20%	13.08%	14.60%	15.31%
应付和预收款项	646.09	871.75	1138.14	1419.61	ROIC	14.90%	27.45%	32.87%	35.03%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.69%	21.59%	21.91%	22.63%
其他负债	479.33	300.88	414.03	536.59	营运能力				
负债合计	1145.42	1172.63	1552.17	1956.20	总资产周转率	0.68	0.79	0.89	0.91
股本	288.00	432.00	432.00	432.00	固定资产周转率	6.32	7.73	11.59	16.46
资本公积	1065.41	921.41	921.41	921.41	应收账款周转率	4.56	4.51	4.46	4.34
留存收益	1212.15	1692.01	2332.73	3152.68	存货周转率	2.76	2.92	2.94	2.87
归属母公司股东权益	2565.56	3045.43	3686.14	4506.09	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	58.93%	—	—	—
少数股东权益	99.97	129.54	170.60	224.86	资本结构				
股东权益合计	2665.53	3174.96	3856.74	4730.96	资产负债率	30.06%	26.97%	28.70%	29.25%
负债和股东权益合计	3810.95	4347.60	5408.90	6687.15	带息债务/总负债	1.75%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.99	3.56	3.47	3.50
					速动比率	2.41	2.78	2.69	2.73
					股利支付率	8.82%	10.99%	14.40%	15.44%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	432.92	693.12	951.66	1244.93	每股收益	0.69	1.25	1.73	2.24
PE	96.59	53.05	38.21	29.49	每股净资产	5.94	7.05	8.53	10.43
PB	11.15	9.39	7.76	6.35	每股经营现金	0.13	1.13	0.73	1.36
PS	12.34	8.91	6.59	5.20	每股股利	0.06	0.14	0.25	0.35
EV/EBITDA	41.92	39.25	28.31	21.25					
股息率	0.09%	0.21%	0.38%	0.52%					

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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	15395317859	15395317859	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn