

2019年03月20日

拟收购进军超短脉冲，新赛道打开成长空间 增持（维持）

| 盈利预测预估值 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 952 | 1,462 | 1,951 | 2,568 |
| 同比（%） | 82 | 54 | 33 | 32 |
| 归母净利润（百万元） | 277 | 432 | 551 | 729 |
| 同比（%） | 211 | 56 | 27 | 32 |
| 每股收益（元/股） | 2.17 | 3.38 | 4.30 | 5.70 |
| P/E（倍） | 82 | 53 | 41 | 31 |

事件：3月19日晚，公司发布公告，拟与国神光电科技（上海）有限公司就技术、产品等开展合作，双方正在对锐科激光收购周士安先生、胡雪原先生等9位股东部分股权事项进行洽谈。本次交易处于筹划阶段，在公司未完成法定程序、交易未正式实施前，不会对公司正常生产经营和业绩带来重大影响。

投资要点

- **国神光电主营精密加工，已打入苹果代工厂：**国神光电自2011年创立以来深耕于超快光纤激光器领域，主营产品为飞秒光纤激光器、皮秒光纤激光器等。目前产品已广泛应用于OLED切割、太阳能光伏硅切割、通信芯片切割、消费电子等市场。根据2017年初新闻报道，公司产品已进入全球前三大LED芯片制造企业，用于切割芯片材料，并进入了苹果公司代工厂，销售总额超1亿元。超快激光作为“冷加工”的重要技术手段，具备加工精度高、质量好等优势，未来有望跟随OLED、消费电子领域快速成长。
- **高功率、超短脉冲同时发力，拓宽市场空间：**锐科激光近几年在高功率连续激光器发展迅猛，市占率快速提升。公司2018年已经实现了6000W功率段的大规模销售，1000-3000W功率段已经具有较好市场口碑，2019年批量推出12KW功率连续光纤激光器。随着下游行业对于功率段需求持续提升，公司产品结构有望逐渐随之向高功率持续拓展。而在超短脉冲领域，公司有望通过与国神光电等企业的深入合作，市场空间进一步扩展。国内超短脉冲领域以3C产业链为主，受益于苹果等客户技术创新所带来的需求，同样具备较大市场空间。
- **宏、中、微观回暖信号逐步明晰，行业景气度拐点有望提前：**宏观来看，2019年财政政策继续加力提效，政府工作会议明确将制造业现行16%增值税税率降至13%。目前国内宽松的货币与财政政策将有望提振工业企业投资意愿，拉动激光行业需求；中观来看，国内通用设备制造业利润、PMI新订单指数、永康五金景气指数均明显回暖；微观来看，由于下游客户投资回收期大幅缩短，投资意愿明显增强，今年初以来，IPG/锐科/创鑫激光的激光器销售台套均有一定程度改善。我们基于行业历史数据，以及目前行业数据判断，行业有望逐渐底部回暖。
- **盈利预测与投资评级：**公司正处于高功率激光器加速替代的快速发展期，在政策推动制造业发展的背景下，我们预计行业整体增速有望在上半年见底。而公司由于新品推出、市占率快速提升，增速有望较行业更早回暖。预计2018/19/20年归母净利润4.3/5.5/7.3亿元，对应EPS 3.38/4.30/5.70元，PE 53/41/31X，拐点预计提前，维持“增持”评级。
- **风险提示：**激光器国产化不及预期；行业景气度下滑超预期；价格战超预期。

证券分析师 陈显帆
执业证号：S0600515090001
021-60199769
chenxf@dwzq.com.cn
证券分析师 倪正洋
执业证号：S0600518070003
021-60199793
nizhy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|--------------|
| 收盘价(元) | 177.45 |
| 一年最低/最高价 | 45.73/225.00 |
| 市净率(倍) | 11.55 |
| 流通A股市值(百万元) | 5678.40 |

基础数据

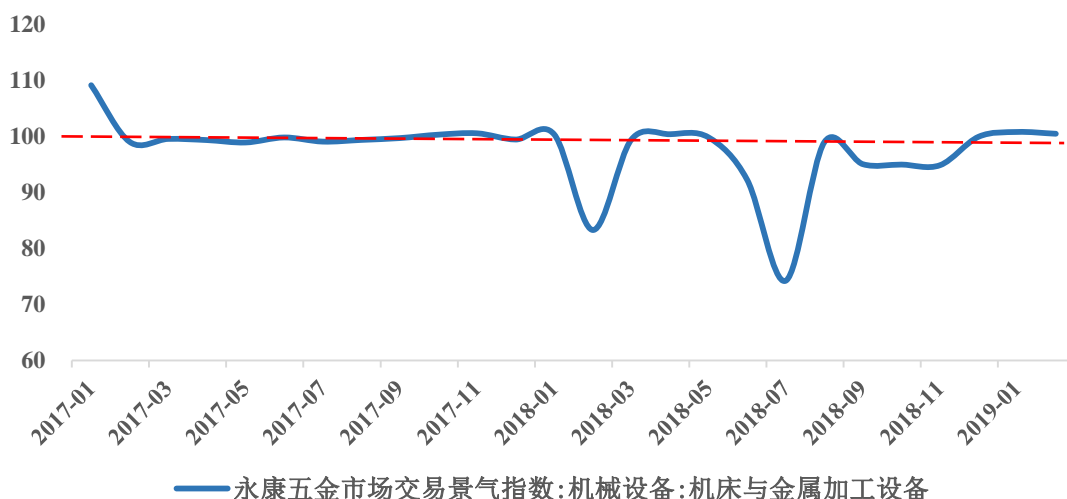
| | |
|-----------|--------|
| 每股净资产(元) | 15.36 |
| 资产负债率(%) | 12.28 |
| 总股本(百万股) | 128.00 |
| 流通A股(百万股) | 32.00 |

相关研究

- 1、《锐科激光 (300747)：从中间数据预计拐点将提前》2019-03-06
- 2、《锐科激光 (300747)：前三季度业绩同比+69%，市占率加速提升》2018-10-26
- 3、《锐科激光 (300747)：18H1业绩同比+83%，高功率拓展势如破竹》2018-08-21

永康五金指数中机床景气度指数连续3个月超过100。由于机床是目前激光器销售的重要方向，因此，机床的景气度是激光板块景气指标的重要晴雨表。因此也就很好理解，永康指数中【机床与金属加工设备景气指数】与IPG中国区收入单季同比表现出很大的关联度。自2018年8月以来，五金指数已触底反弹，尤其是近两个月已经站上100以上，即活跃景气区间。因此，我们预计激光需求也将于2019年持续回暖。

图1：永康五金指数，机床景气度指数连续3个月超过100。



数据来源：Wind，东吴证券研究所

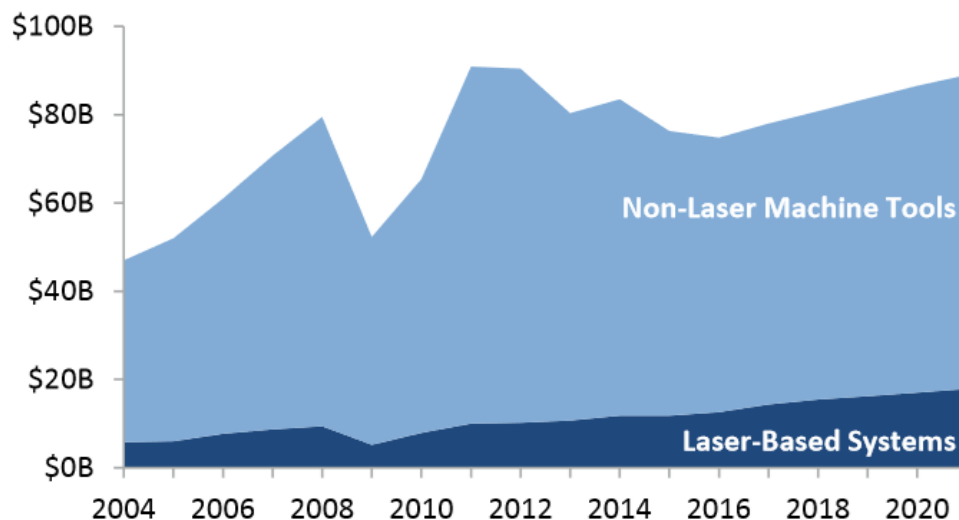
PMI中的新订单指数已经在荣枯线以上。虽然PMI指数仍处于50以下，但值得注意的是，其中的新订单指数为50.6%，比上月上升1.0pct，重返临界点之上，表明制造业市场的订单需求也已逐渐回升。

图2：PMI中的新订单指数已经在荣枯线以上。



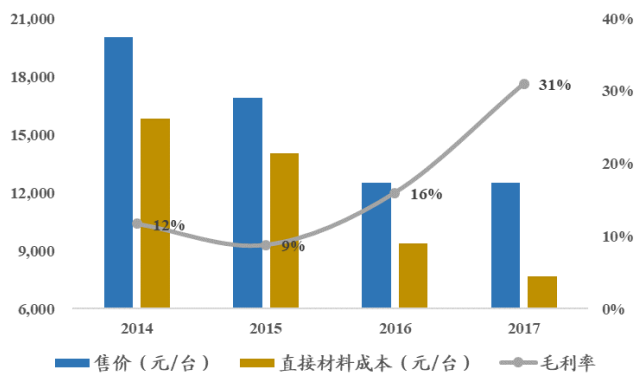
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：激光设备占加工设备市场份额 15%，具备广阔替代前景



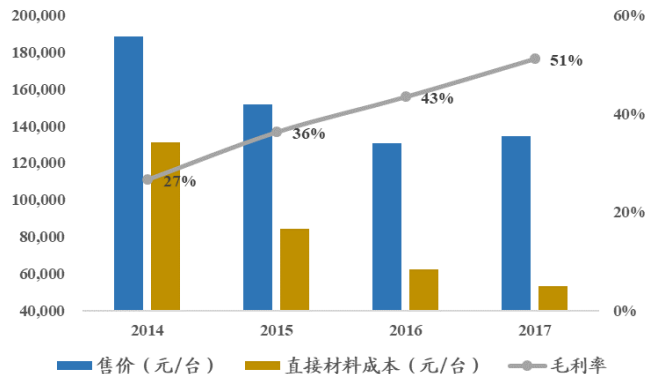
数据来源：Oxford Economics, Optech Consulting, IPG, 东吴证券研究所

图 4：过去四年脉冲激光器毛利率快速提升



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图 5：过去 4 年连续激光器毛利率快速提升



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

锐科激光三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 流动资产 | 577.4 | 1039.2 | 1901.6 | 2505.9 | 营业收入 | 951.8 | 1462.0 | 1950.6 | 2568.3 |
| 现金 | 166.3 | 362.8 | 135.9 | 138.2 | 营业成本 | 508.3 | 793.3 | 1088.6 | 1415.8 |
| 应收款项 | 196.3 | 329.2 | 375.5 | 534.2 | 营业税金及附加 | 10.1 | 11.8 | 17.7 | 23.7 |
| 存货 | 197.0 | 313.6 | 414.9 | 549.3 | 营业费用 | 29.4 | 58.5 | 68.2 | 90.6 |
| 其他 | 17.8 | 33.6 | 975.3 | 1284.2 | 管理费用 | 75.7 | 125.9 | 156.3 | 205.7 |
| 非流动资产 | 189.4 | 220.7 | 234.6 | 248.1 | 财务费用 | 1.9 | -4.0 | 1.9 | 4.5 |
| 长期股权投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 投资净收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 固定资产 | 146.1 | 177.7 | 191.8 | 205.6 | 其他 | -1.0 | 32.3 | 30.3 | 30.3 |
| 无形资产 | 28.3 | 28.0 | 27.7 | 27.4 | 营业利润 | 325.4 | 508.8 | 648.2 | 858.2 |
| 其他 | 15.1 | 15.1 | 15.1 | 15.1 | 营业外净收支 | 0.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 资产总计 | 766.8 | 1259.9 | 2136.2 | 2754.0 | 利润总额 | 326.1 | 508.8 | 648.2 | 858.2 |
| 流动负债 | 192.5 | 347.1 | 794.3 | 846.9 | 所得税费用 | 46.5 | 76.3 | 97.2 | 128.7 |
| 短期借款 | 0.0 | 0.0 | 374.0 | 280.0 | 少数股东损益 | 2.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应付账款 | 74.3 | 200.7 | 230.2 | 288.2 | 归属母公司净利润 | 277.2 | 432.5 | 551.0 | 729.5 |
| 其他 | 118.2 | 146.4 | 190.1 | 278.7 | EBIT | 331.8 | 472.8 | 620.1 | 832.7 |
| 非流动负债 | 48.0 | 62.1 | 77.9 | 96.0 | EBITDA | 353.0 | 491.5 | 642.9 | 859.2 |
| 长期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | | | |
| 其他 | 48.0 | 62.1 | 77.9 | 96.0 | 重要财务与估值指标 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 负债总计 | 240.5 | 409.2 | 872.2 | 942.9 | 每股收益(元) | 2.17 | 3.38 | 4.30 | 5.70 |
| 少数股东权益 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 每股净资产(元) | 4.02 | 6.55 | 9.78 | 14.06 |
| 归属母公司股东权益 | | | | | 发行在外股份(百万股) | 128.0 | 128.0 | 128.0 | 128.0 |
| 溢 | 514.4 | 838.7 | 1252.0 | 1799.1 | ROIC(%) | 62.9% | 71.2% | 47.1% | 38.0% |
| 负债和股东权益总计 | 766.8 | 1259.9 | 2136.2 | 2754.0 | ROE(%) | 53.9% | 51.6% | 44.0% | 40.5% |
| | | | | | 毛利率(%) | 45.5% | 45.7% | 44.2% | 44.9% |
| 现金流量表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | EBIT Margin(%) | 34.9% | 32.3% | 31.8% | 32.4% |
| 经营活动现金流 | 203.6 | 344.1 | -426.4 | 318.7 | 销售净利率(%) | 29.1% | 29.6% | 28.2% | 28.4% |
| 投资活动现金流 | -31.0 | -39.6 | -36.7 | -40.0 | 资产负债率(%) | 31.4% | 32.5% | 40.8% | 34.2% |
| 筹资活动现金流 | -77.7 | -108.1 | 236.2 | -276.3 | 收入增长率(%) | 82.0% | 53.6% | 33.4% | 31.7% |
| 现金净增加额 | 94.4 | 196.4 | -226.9 | 2.3 | 净利润增长率(%) | 211% | 56% | 27% | 32% |
| 企业自由现金流 | 228.3 | 274.0 | -487.0 | 257.0 | | | | | |

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

