2020 年 10 月 27 日
证券研究报告•2020 年三季报点评
锐科激光（300747）电子

买入（上调）
当前价：71.50 元
目标价：104.13 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

Q3 单季业绩同比+84%，行业、公司拐点明确

投资要点

- **Q3 单季营收创新高，归母净利同比+84%，龙头强势复苏。**Q3 单季，公司共实现营收 7.2 亿元，同比+78%；归母净利润 1.13 亿元，同比+84%；扣非归母净利润 1.05 亿元，同比+116%。同时，现金流情况大幅好转，单季经营活动现金流净流出从去年同期的 0.97 亿元降至 0.07 亿元。

- **毛利率企稳回升，预计产品结构逐渐优化。**2020 年前三季度，公司毛利率 28.0%，同比-3.9pp，环比+4.0pp。**其中 Q3 单季毛利率为 31.9%，与去年同期基本持平，环比大涨 8.7pp，**我们认为主要是由公司产品结构逐渐向高附加值产品转变所推动。期间费用方面，前三季度销售费用率 5.3%，同比+0.6pp；管理费用率 1.6%，同比+0.2pp；财务费用率-0.1%，与去年同期持平；继续保持高研发投入，研发费用率 6.4%，同比+1.2pp。

- **客户结构大幅优化，有望突破市占率天花板。**受产品性能持续优化，以及疫情、贸易战等因素叠加，今年来，激光器国产化趋势加速。锐科激光是国产光纤激光器龙头，持续高研发打造上游产业链闭环，技术水平在国内同业中处领先地位，今年 6 月连续光纤激光器最高功率已达 30kW，获得下游华工、奔腾、宏山等知名激光设备公司高度认可。根据我们草根调研，在产品性不断接近 IPG 的背景下，公司**持续突破大客户、拓展高端应用，**并不断巩固在中小客户中的竞争优势，预计随着产能投放、产品多元发展，公司未来市占率有望加速提升，挤占 IPG 市场份额，剑指国内市占率第一。

- **高端应用起量，行业竞争逻辑由“成本”逐渐向“工艺”切换，盈利能力有望修复。**激光切割行业偏标准品，当行业发展至一定阶段，逐渐开始比拼成本下降能力。但随着激光焊接、清洗、熔覆、超快、军工等新应用逐渐落地，行业竞争逻辑将再度转向“工艺”，届时技术迭代又将拉开企业间盈利能力的差距。公司三季度毛利率明显回升，预计盈利能力有望在新产品逐渐放量的基础上持续修复。

- **盈利预测与投资建议。**激光器行业仍属朝阳行业，预计公司高功率、超快、军工多条产线快速发展，市占率有望继续大幅提升。**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.6/4.5/6.9 亿元。考虑到公司是国产激光器领军企业，享有较高估值溢价，给予 2021E 66x，目标价 104.13 元，上调至“买入”评级。**

- **风险提示：**国产激光器发展不及预期；行业景气度恢复不及预期。

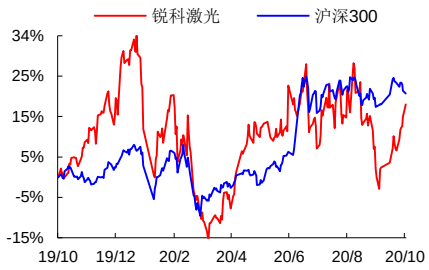
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2010	2100	3196	4530
增长率	37%	4%	52%	42%
归属母公司净利润（百万元）	325	264	453	688
增长率	-25%	-19%	72%	52%
每股收益 EPS（元）	1.13	0.92	1.57	2.39
净资产收益率 ROE	14%	10%	15%	18%
PE	63	78	45	30
PB	8.65	8.05	6.84	5.56

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：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.88
流通 A 股(亿股)	1.53
52 周内股价区间(元)	59.01-122.62
总市值(亿元)	205.92
总资产(亿元)	33.46
每股净资产(元)	12.17

相关研究

1. 锐科激光（300747）：20H1 业绩同比-69%，高研发投入积蓄发展潜力 (2020-08-27)
2. 锐科激光（300747）：市占率加速提升，复工复产下预计业绩逐季改善 (2020-04-28)
3. 锐科激光（300747）：疫情下 Q1 实现盈利，预计业绩将逐季改善 (2020-04-10)
4. 锐科激光(300747)：疫情之后复工在即，2020 经营质量再上新台阶 (2020-03-16)

关键假设：

假设 1：我们预计随着国内制造业尤其是高端制造业回暖，激光行业将迎来上行周期，预计 2020-2022 年国内光纤激光器市场规模分别为 86/120/156 亿元，而连续激光器是光纤激光器中应用最为广泛的类型。公司作为国内龙头，市占率稳步上升，逐渐转向高端领域后毛利率修复。据此，我们假设 2020-2022 年公司连续光纤激光器板块收入同比增长 9%、51%、46%，毛利率分别为 30%、31%、32%；

假设 2：脉冲激光器尤其适合打标以及薄片金属的电焊、缝焊，我们预计 2020-2022 年相应市场规模增速分别为 2%/40%/30%。公司上市时的募投项目已经在这方面进行相关布局，产能稳步提升，产品迈向高端，据此，我们假设 2020-2022 年公司脉冲光纤激光器板块收入同比增长 1%、23%、25%，毛利率分别为 15%、16%、17%；

假设 3：超快激光器在 3C 精密加工等方面有着较为广泛的应用，我们预计随着激光工艺的不断成熟，市场将快速打开。据此，我们假设 2020-2022 年公司超快激光器板块收入同比增长 300%、110%、50%，毛利率分别为 50%、45%、45%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 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		2019A	2020E	2021E	2022E
连续光纤激光器	收入	1477	1610	2432	3550
	增速	32%	9%	51%	46%
	毛利率	32%	30%	31%	32%
脉冲光纤激光器	收入	321	324	399	498
	增速	44%	1%	23%	25%
	毛利率	16%	15%	16%	17%
技术开发服务	收入	117	37	130	143
	增速	51%	-68%	247%	10%
	毛利率	26%	25%	25%	25%
超快激光器	收入	24	98	206	308
	增速	0%	300%	110%	50%
	毛利率	56%	50%	45%	45%
其他	收入	70	30	30	30
	增速	51%	-57%	0%	0%
	毛利率	10%	10%	10%	10%
合计	收入	2010	2100	3196	4530
	增速	37%	4%	52%	42%
	毛利率	29%	28%	30%	31%

数据来源：Wind，西南证券

A 股上市公司中，我们选取与公司主营业务相似的杰普特（科创板上市企业），以及专注激光设备系统研发、同样拥有核心技术的柏楚电子作为可比公司。2020-22 年两家可比公司平均 PE 分别为 57、40、31 倍。

公司作为国内光纤激光器龙头，在“千人计划”专家团队领衔的研发队伍下，由技术驱动成长，多年深耕激光产业链中游的光纤激光器产品，同时持续发力上游核心元器件，自产比例逐年提高，积累护城河。我们预计公司在高功率、超快、军工等多条产线的推动下，将逐步迈入收获期，经营质量再上新台阶。目前公司凭借优秀质地享受了一定的估值溢价，预计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 2020-2022 年归母净利润分别为 2.6、4.5、6.9 亿元，对应 PE 78、45、30 倍，上调至“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）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
688025.SH	杰普特	44.55	0.70	1.14	1.79	2.44	64	39	25	18
688188.SH	柏楚电子	250.80	2.46	3.37	4.50	5.82	102	74	56	43
平均值							83	57	40	31

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2010.16	2099.99	3196.01	4529.96
营业成本	1431.55	1506.95	2250.41	3131.69
营业税金及附加	7.92	20.34	32.22	44.88
销售费用	103.25	175.50	218.98	273.68
管理费用	39.78	168.00	242.90	344.28
财务费用	-1.72	-10.84	-11.19	-3.77
资产减值损失	-15.60	0.00	0.00	0.00
投资收益	31.63	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	70.26	70.26	70.25
营业利润	381.91	310.30	532.95	809.46
其他非经营损益	4.55	0.00	0.00	0.00
利润总额	386.47	310.30	532.95	809.46
所得税	48.02	46.55	79.94	121.42
净利润	338.44	263.76	453.01	688.04
少数股东损益	13.24	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	325.21	263.76	453.01	688.04

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	338.44	263.76	453.01	688.04
折旧与摊销	42.68	59.79	72.43	88.24
财务费用	-1.72	-10.84	-11.19	-3.77
资产减值损失	-15.60	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-60.22	313.31	316.78	-552.53
其他	-361.43	-6.17	1.32	0.37
经营活动现金流净额	-57.85	619.85	832.34	220.36
资本支出	-208.49	-200.00	-200.00	-200.00
其他	332.71	13.98	0.00	0.00
投资活动现金流净额	124.23	-186.02	-200.00	-200.00
短期借款	0.00	100.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	-64.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	10.84	11.19	3.77
筹资活动现金流净额	-64.00	110.84	11.19	3.77
现金流量净额	2.41	544.67	643.53	24.12

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	329.34	874.02	1517.54	1541.67
应收和预付款项	872.43	253.53	384.00	675.89
存货	541.69	562.49	850.77	1184.47
其他流动资产	702.24	1026.31	575.28	860.69
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	13.98	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	319.26	475.67	619.44	747.40
无形资产和开发支出	126.84	116.73	106.62	96.50
其他非流动资产	96.04	89.95	83.87	77.78
资产总计	3001.82	3398.70	4137.52	5184.41
短期借款	0.00	100.00	100.00	100.00
应付和预收款项	564.23	598.12	880.60	1235.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	56.99	56.22	59.56	63.40
负债合计	621.22	754.34	1040.16	1399.00
股本	192.00	288.00	288.00	288.00
资本公积	1065.41	969.41	969.41	969.41
留存收益	1038.17	1301.93	1754.93	2442.97
归属母公司股东权益	2295.58	2559.34	3012.34	3700.38
少数股东权益	85.02	85.02	85.02	85.02
股东权益合计	2380.60	2644.36	3097.36	3785.40
负债和股东权益合计	3001.82	3398.70	4137.52	5184.41

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	37.49%	4.47%	52.19%	41.74%
营业利润增长率	-24.82%	-18.75%	71.75%	51.88%
净利润增长率	-23.07%	-22.07%	71.75%	51.88%
EBITDA 增长率	-20.19%	-15.05%	65.39%	50.45%
获利能力				
毛利率	28.78%	28.24%	29.59%	30.87%
三费率	7.03%	15.84%	14.10%	13.56%
净利率	16.84%	12.56%	14.17%	15.19%
ROE	14.22%	9.97%	14.63%	18.18%
ROA	11.27%	7.76%	10.95%	13.27%
ROIC	16.41%	11.97%	22.02%	28.80%
EBITDA/销售收入	21.04%	17.11%	18.59%	19.73%
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.66	0.85	0.97
固定资产周转率	8.70	6.33	7.71	8.76
应收账款周转率	6.28	7.57	18.86	18.32
存货周转率	3.39	2.67	3.14	3.04
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	56.96%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	20.69%	22.19%	25.14%	26.98%
带息债务/总负债	0.00%	13.26%	9.61%	7.15%
流动比率	4.28	3.86	3.36	3.16
速动比率	3.33	3.06	2.50	2.28
股利支付率	19.68%	0.00%	0.00%	0.00%
每股指标				
每股收益	1.13	0.92	1.57	2.39
每股净资产	8.27	8.89	10.46	12.85
每股经营现金	-0.20	2.15	2.89	0.77
每股股利	0.22	0.00	0.00	0.00

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	422.88	359.25	594.19	893.93
PE	63.32	78.07	45.46	29.93
PB	8.65	8.05	6.84	5.56
PS	10.24	9.81	6.44	4.55
EV/EBITDA	31.50	55.07	32.21	21.38
股息率	0.31%	0.00%	0.00%	0.00%

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
	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	zfyi@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
	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	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷琬	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
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn