

高端装备制造与新材料研究中心

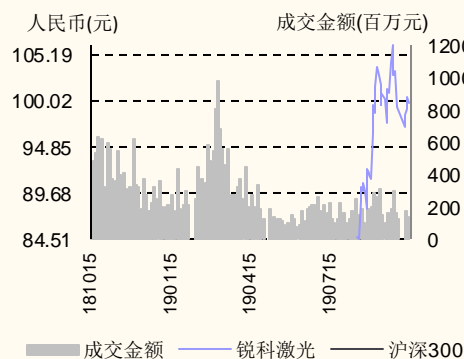
锐科激光 (300747.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 99.88 元
 目标价格 (人民币): 109.00-109.00 元

市场数据 (人民币)

总股本 (亿股) 1.92
 已上市流通 A 股 (亿股) .98
 总市值 (亿元) 191.77
 年内股价最高最低 (元) 106.22/97.01
 沪深 300 指数 3953



三季度业绩触底，公司市占率继续提升

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	2.89	3.38	2.03	3.11	3.94
每股净资产 (元)	5.4	15.9	17.5	20.0	23.2
每股经营性现金流 (元)	2.1	2.0	2.4	2.7	5.5
市盈率 (倍)	--	44	48.0	32	25
净利润增长率 (%)	211%	56%	-10%	53%	27%
净资产收益率 (%)	54%	21%	17%	23%	26%
总股本 (百万股)	96.0	128.0	192.0	192.0	192.0

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司披露三季度业绩预告，实现净利润 2.72~2.86 亿元，同比下滑 21.5%~25.3%，其中单三季度实现净利润 5400 万元~6800 万元，同比下滑 36%~49%。

经营分析

■ 三季度业绩低于市场预期，亮点在于毛利率环比趋稳回升。公司 Q3 净利润预告中枢为 6100 万元，同比下滑 42%，较一季度-11%，二季度-19%，下滑幅度加大，表明行业仍处于加速触底阶段。判断业绩低预期的原因可能与以下三个因素有关：第一，技术服务类项收入可能延期确认；第二，Q3 非经常项收益 1300 万元，较上半年单季度减少 900 万元；第三，Q3 收入低基数叠加无锡新投建工厂可能抬升了费用率水平。业绩预告的亮点在于公司提出通过展开降本专项工作，毛利率环比趋稳回升。Q2 单季度毛利率 29.6%，预计毛利率环比持平。

■ 价格战是业绩下滑主因，若需求复苏则通过价格战抢占份额的策略可能无效，价格战可能缓和。激光器行业去年下半年以来进入价格战混战局面，去年累计降价幅度超过 40%，今年上半年累计降价超过 30%，价格战导致行业销量规模萎缩，龙头业绩被大幅压缩。我们判断价格战恶化本质为需求不景气，如果行业转暖，降价抢占市场份额的策略可能并不奏效，则价格战可能出现减缓。根据我们对下游激光器需求的前瞻指标高频跟踪来看，目前汽车制造业产成品存货已进入震荡磨底阶段，行业有望在明年上半年呈现弱势复苏，价格战有望缓和。

■ 短期更关注公司市占率和毛利率指标，降价打开长期空间是激光的长期逻辑。行业需求低迷情况下，我们更关注市占率指标，预计今年公司市占率继续提升 8pct 至 25%；价格战情况下，我们关注公司毛利率拐点，判断持续超过 30% 的年降价幅度不是行业的常态，最终价格会进入相对的稳态，基于特种光纤自制比率提升的预期，我们判断公司毛利率拐点有望在明年 Q1 到来。

投资建议

■ 基于下半年行业需求低迷超年中预期，今年收入端我们下调 2 个亿，下调幅度为 9%，净利润由 4.3 亿元下调至 3.9 亿元，下调幅度为 10%。预计 2019~2021 年公司净利润 3.9/5.97/7.57 亿元，同比增长 -9.8%/53.0%/26.9%；EPS 为 2.0/3.1/3.9 元，PE 为 48/32/25 倍。我们给予公司 2020 年 35 倍 PE 估值，6-12 个月目标价 109 元。维持“增持”评级。

风险提示

■ 价格战继续恶化；2019 年 6 月 25 日限售股解禁；新场景拓展不及预期。

相关报告

1. 《中报点评-锐科激光：市占率大幅提升，部分产品毛利率接近底部》，2019.8.26
2. 《价格战结构性趋缓，静待需求拐点-【国金机械军工】锐科激光中报...》，2019.7.14
3. 《激光系列研究报告二-锐科激光深度：国产激光器龙头，持续受益...》，2019.7.5
4. 《全年业绩符合预期，四季度增速下降-锐科激光 2018 业绩预告点评...》，2019.1.22
5. 《业绩保持高增长，单季度毛利率下降-锐科激光 2018 三季度报点评...》，2018.10.26

王华君 分析师 SAC 执业编号：S1130519030002
 wanghua.jun@gjzq.com.cn

樊志远 分析师 SAC 执业编号：S1130518070003
 (8621)61038318
 fanzhiyuan@gjzq.com.cn

丁健 分析师 SAC 执业编号：S1130519060005
 ding_jian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	523	952	1,462	2,025	2,830	3,523	货币资金	129	166	328	212	245	286
增长率		82.0%	53.6%	38.5%	39.8%	24.5%	应收款项	76	196	376	708	875	1,041
主营业务成本	-336	-508	-799	-1,385	-1,853	-2,270	存货	121	197	283	417	609	854
%销售收入	64.2%	53.4%	54.7%	68.4%	65.5%	64.4%	其他流动资产	11	18	1,180	1,157	1,239	1,270
毛利	187	444	663	640	977	1,253	流动资产	338	577	2,167	2,494	2,968	3,450
%销售收入	35.8%	46.6%	45.3%	31.6%	34.5%	35.6%	%总资产	65.3%	75.3%	90.8%	82.8%	77.9%	76.4%
营业税金及附加	-4	-10	-15	-20	-28	-35	长期投资	4	4	4	4	34	34
%销售收入	0.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	139	146	172	371	552	755
销售费用	-18	-29	-63	-67	-96	-120	%总资产	26.9%	19.0%	7.2%	12.3%	14.5%	16.7%
%销售收入	3.4%	3.1%	4.3%	3.3%	3.4%	3.4%	无形资产	33	30	31	37	47	70
管理费用	-59	-72	-28	-41	-51	-60	非流动资产	180	189	220	519	840	1,066
%销售收入	11.2%	7.6%	1.9%	2.0%	1.8%	1.7%	%总资产	34.7%	24.7%	9.2%	17.2%	22.1%	23.6%
研发费用	0	0	-87	-107	-150	-187	资产总计	518	767	2,387	3,012	3,808	4,516
%销售收入	0.0%	0.0%	5.9%	5.3%	5.3%	5.3%	短期借款	57	0	0	0	0	75
息税前利润 (EBIT)	106	332	470	405	651	852	应付款项	88	125	217	358	611	757
%销售收入	20.3%	34.9%	32.2%	20.0%	23.0%	24.2%	其他流动负债	29	68	70	354	405	418
财务费用	-3	-2	3	-3	-3	-3	流动负债	173	193	287	713	1,016	1,271
%销售收入	0.6%	0.2%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-3	-10	-9	-4	-5	-6	其他长期负债	24	48	46	46	219	246
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	197	240	333	759	1,235	1,530
投资收益	0	0	14	24	24	24	普通股股东权益	294	514	2,034	2,232	2,550	2,960
%税前利润	0.0%	0.0%	2.8%	5.3%	3.5%	2.7%	其中：股本	96	96	128	192	192	192
营业利润	100	325	508	422	667	867	未分配利润	100	336	699	897	1,214	1,624
营业利润率	19.1%	34.2%	34.7%	20.8%	23.6%	24.6%	少数股东权益	27	12	19	21	23	26
营业外收支	3	1	1	30	23	10	负债股东权益合计	518	767	2,387	3,012	3,808	4,516
税前利润	103	326	509	452	690	877							
利润率	19.7%	34.3%	34.8%	22.3%	24.4%	24.9%	比率分析						
所得税	-15	-47	-69	-60	-92	-116		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税率	14.4%	14.3%	13.5%	13.3%	13.3%	13.3%	每股指标						
净利润	88	280	440	392	599	760	每股收益	0.927	2.887	3.379	2.032	3.108	3.944
少数股东损益	-1	2	7	2	3	3	每股净资产	3.062	5.358	15.894	17.441	19.923	23.121
归属于母公司的净利润	89	277	433	390	597	757	每股经营现金净流	1.280	2.121	2.043	2.348	2.714	5.475
净利率	17.0%	29.1%	29.6%	19.3%	21.1%	21.5%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.500	0.500	0.500
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	30.29%	53.89%	21.26%	17.47%	23.40%	25.59%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	17.20%	36.15%	18.12%	13.21%	16.46%	19.50%
净利润	88	280	440	392	599	760	投入资本收益率	23.92%	53.78%	19.70%	15.52%	21.87%	24.66%
少数股东损益	-1	2	7	2	2	3	增长率						
非现金支出	22	32	34	37	56	77	主营业务收入增长率	67.09%	82.01%	53.60%	38.51%	39.76%	24.49%
非经营收益	3	-2	-7	-52	-47	-34	EBIT增长率	347.67%	213.06%	41.67%	-13.83%	60.82%	30.75%
营运资金变动	10	-106	-206	-77	-260	-102	净利润增长率	261.30%	211.31%	56.05%	-9.82%	52.99%	26.91%
经营活动现金净流	123	204	262	301	347	701	总资产增长率	23.92%	48.12%	211.26%	26.20%	26.42%	18.59%
资本开支	-18	-31	-84	-299	-341	-264	资产管理能力						
投资	0	0	-1,100	0	0	0	应收账款周转天数	44.0	18.1	33.8	73.0	65.0	43.0
其他	0	0	0	24	24	24	存货周转天数	123.1	114.2	109.5	110.0	120.0	118.0
投资活动现金净流	-18	-31	-1,184	-275	-317	-240	应付账款周转天数	86.7	55.1	61.2	65.0	58.0	55.0
股权募资	4	0	1,133	0	0	0	固定资产周转天数	97.1	56.0	41.0	47.5	44.5	44.3
债权募资	-13	-57	0	0	0	0	偿债能力						
其他	-66	-21	-48	-64	-64	-64	净负债/股东权益	-22.44%	-31.60%	-15.97%	-9.41%	-9.52%	-7.07%
筹资活动现金净流	-75	-78	1,085	-64	-64	-64	EBIT利息保障倍数	33.0	174.6	-135.0	-127.0	-121.0	-112.0
现金净流量	30	94	162	-39	-33	397	资产负债率	38.08%	31.36%	13.96%	23.66%	29.03%	23.14%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	12	18	36
增持	1	1	7	10	21
中性	0	0	2	3	6
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.50	1.52	1.52	1.52

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

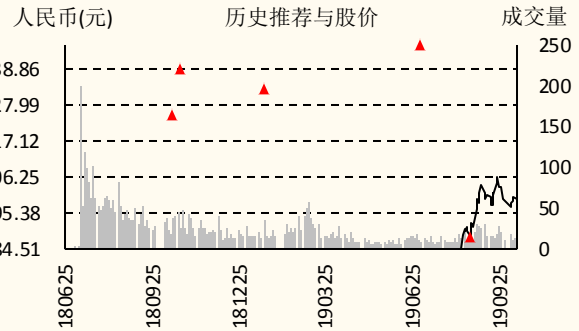
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-10-18	增持	124.85	158.50~158.50
2	2018-10-26	增持	138.65	158.50~158.50
3	2019-01-22	增持	132.60	158.50~158.50
4	2019-07-05	增持	146.09	176.00~176.00
5	2019-07-14	增持	138.00	176.00~176.00
6	2019-08-26	增持	90.05	104.00~104.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH