

看好盈利改善及新业务释放业绩弹性

华泰研究

2022年11月20日 | 中国内地

更新报告

专用设备

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

36.92

研究员
SAC No. S0570522100004 nizhengyang@htsc.com
+ (86) 21 2897 2228

倪正洋

研究员
SAC No. S0570521050001 leping.huang@htsc.com
SFC No. AUZ066 + (852) 3658 6000

黄乐平, PhD

研究员
SAC No. S0570520090002 yuyi@htsc.com
SFC No. BNC535 + (86) 755 8249 2388

余熠

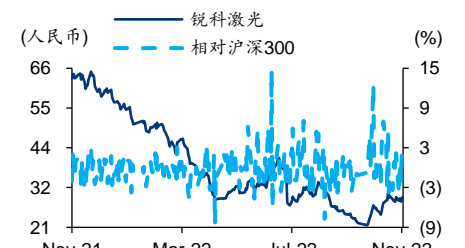
联系人
SAC No. S0570122110046 zhangyuhong@htsc.com
+ (86) 21 2897 2228

张宇虹

基本数据

目标价(人民币)	36.92
收盘价(人民币 截至11月18日)	29.53
市值(人民币百万)	16,736
6个月平均日成交额(人民币百万)	163.40
52周价格范围(人民币)	21.62-65.07
BVPS(人民币)	5.41

股价走势图



资料来源: Wind

通用制造及定制化应用双轮驱动, 国内光纤激光器龙头长期向好

2021年,我国光纤激光器市场总规模约125亿元,其下游主要包括切割、焊接、打标等材料加工应用。据我们测算,21年我国激光切割+焊接+打标设备市场中,下游约58%~71%为通用制造,特点是标准化程度高、适用行业广泛,而此外的市场定制化属性更强,需要分行业分应用逐个拓展。在通用制造领域,我们看好锐科规模优势、技术降本带来盈利能力改善;在定制化市场,我们看好公司持续拓展广泛布局,率先把握下游起量机会。我们维持盈利预测,预计公司22-24年归母净利润分别为1.51/5.23/7.49亿元。可比公司23年Wind一致预期PE均值为48倍,考虑到锐科在市场的领先地位及新品导入有望提升盈利能力,但降价幅度仍有一定不确定性,我们给予公司23年40倍PE,对应目标价36.92元,维持“买入”评级。

降本空间可观,看好公司盈利能力改善

自18Q4,光纤激光器行业竞争加剧,锐科盈利能力受外部降价与内部降本节奏不同的影响,季度间波动较大。今年以来,同时还受制造业景气度较低影响,锐科22H1毛利率同比-15.3pp,但22Q3单季毛利率环比+6.8pp,已实现较大改善,我们预计公司已通过导入新品降低成本,后续随高成本库存的消化,盈利能力有望继续提升。而且,我们认为公司降本空间依旧可观,以6kW单模取代多模为例,锐科连续激光器的体积、重量分别可以减小88%、81%,应可大幅减少材料用量进而降本,为公司带来较大盈利弹性。

新业务释放业绩弹性,建立先发优势加深公司护城河

从锐科年报、半年报来看,公司近三年持续发力,拓展激光在定制化市场的应用,工艺包括焊接、清洗、熔覆等,下游应用领域包括汽车、锂电、光伏、3C等,并且公司在新能源焊接、激光清洗等方向已经建立一定优势,2019年锐科新能源焊接产品就已进入国内前三的电池生产企业。目前,光纤激光器在工业中的渗透程度还相对较浅,未来起量工艺和下游领域还存在较大不确定性,而锐科通过广泛布局,有望率先抓住机会,在新领域建立先发优势。

看好公司业绩弹性,维持“买入”评级

我们维持盈利预测,预计公司22-24年归母净利润分别为1.51/5.23/7.49亿元。可比公司23年Wind一致预期PE均值为48倍,考虑到锐科在市场的领先地位及新品导入有望提升盈利能力,但降价幅度仍有一定不确定性,我们给予公司23年40倍PE,对应目标价36.92元(目标价前值为33.22元),维持“买入”评级。

风险提示:降本不及预期,产品降价幅度超预期,光纤激光器市场需求不及预期。

经营预测指标与估值

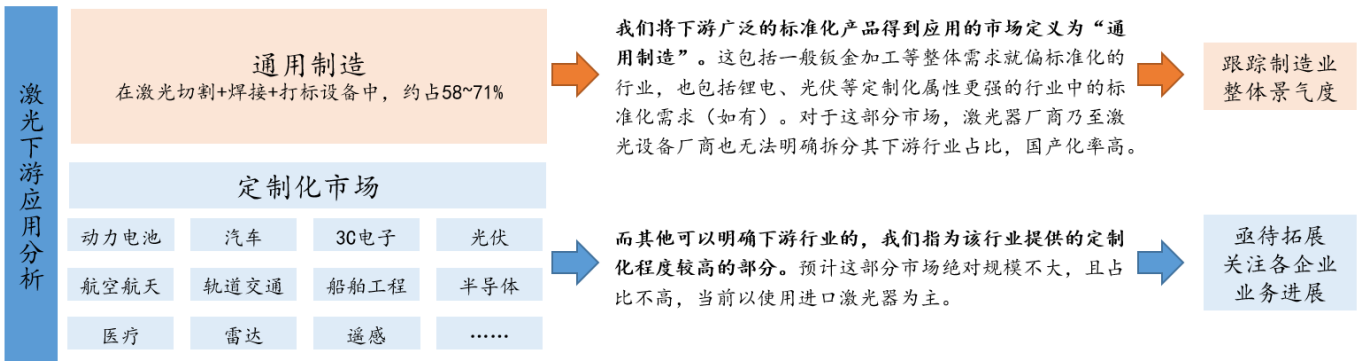
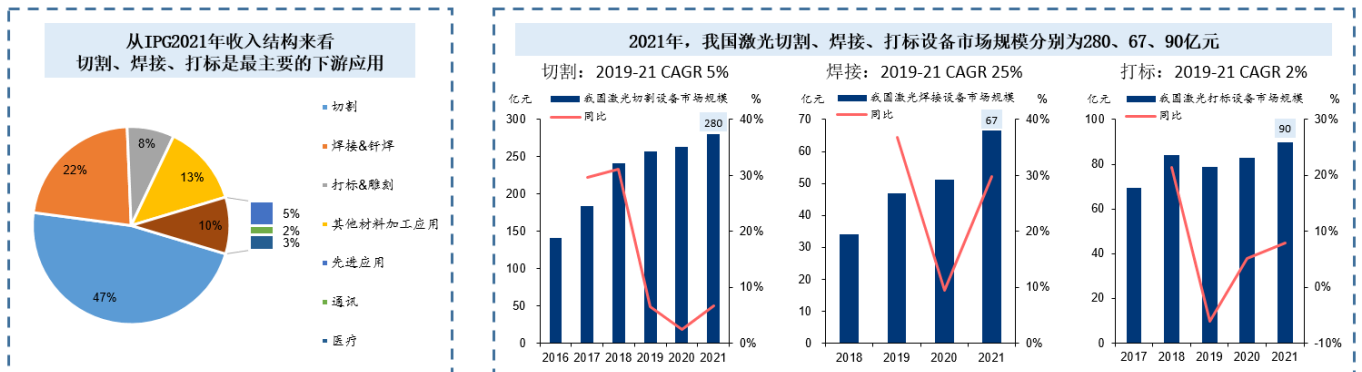
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	2,317	3,410	3,608	5,047	6,192
+/-%	15.25	47.18	5.81	39.89	22.69
归属母公司净利润(人民币百万)	296.10	474.25	150.94	523.05	748.85
+/-%	(8.95)	60.17	(68.17)	246.52	43.17
EPS(人民币,最新摊薄)	0.52	0.84	0.27	0.92	1.32
ROE(%)	11.73	16.26	4.85	14.88	17.83
PE(倍)	56.52	35.29	110.88	32.00	22.35
PB(倍)	6.52	5.58	5.31	4.69	3.93
EV EBITDA(倍)	37.49	24.80	61.25	23.39	15.70

资料来源:公司公告、华泰研究预测

光纤激光器下游应用亟待拓展，行业及企业壁垒有望随之加深

光纤激光器下游大部分应用偏标准化，定制化市场亟待拓展。2021年，我国光纤激光器市场总规模约125亿元，拆分其下游应用时，我们以IPG收入结构作为参考：2021年，材料加工占IPG总收入的比例达90%，切割、焊接&钎焊、打标&雕刻、其他材料加工应用分别为47%、22%、8%、13%。并且，通过我国激光设备行业的规模和下游应用特点，我们测算得到，在激光切割+焊接+打标设备中58%~71%是标准化程度较高的部分，预计光纤激光器也具有相似的特点。据此，我们将光纤激光器下游应用市场拆分为两大部分，一是“通用制造”，特点是标准化程度高，下游应用广泛；二是“定制化市场”，也分布在众多行业，但需要分行业进行定制化拓展，以下具体来看：

图表1：2021年，我国激光切割/焊接/打标设备规模分别为280/67/90亿元，2019-21 CAGR分别为5%/25%/2%



资料来源：IPG官网，《中国激光产业发展报告》，华泰研究预测

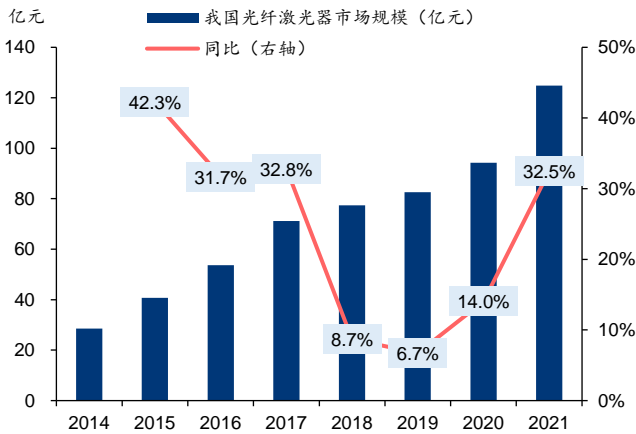
- 激光切割**：2021年，我国市场规模约280亿元，我们估测其中标准化程度高的一般钣金切割设备占56%~76%，其他部分包括金属、陶瓷、蓝宝石、玻璃等的高精度加工等等，一般而言终端要求较高、定制化程度也较高。
 - 测算一般钣金切割设备市场规模的依据和方法如下：依据（1）柏楚电子2021年年报披露，随动系统、板卡系统、总线系统销量分别为36576、39605、3881套；依据（2）森峰科技2021年P<3kW、3kW≤P<6kW、P≥6kW激光切割设备销售均价分别为21、38、83万元/台；根据柏楚电子招股书公开披露的市占率估测数据，我们假设（1）柏楚电子2021年在3kW以下市场的占有率为75%，在3kW及以上市场的占有率为30%；根据森峰科技销售均价，我们假设（2）3kW及以下设备销售价格为21万元/台，3kW及以上设备销售价格为38-83万元/台，可得我国一般钣金切割设备总销量为63724台，对应市场规模在156~214亿元。
- 激光焊接**：2021年，我国市场规模约67亿元，据《2022中国激光产业发展报告》，其下游应用中，动力电池、汽车、消费电子、手持焊分别占43.6%、35.8%、11.7%、8.9%，其中手持焊是偏标准化的应用，绝对金额约6亿元。

3) **激光打标**: 2021年,我国市场规模约90亿元,据《2022中国激光产业发展报告》,“激光打标设备早期因为技术门槛低,终端应用广泛,在激光加工领域属于最为成熟的领域之一”“目前,从竞争激烈程度来看,激光打标机呈现一片红海”,我们预计其中绝大部分系偏标准化的应用。

综上,2021年,我国激光切割+焊接+打标设备市场规模合计约436亿元,其中251~310亿元是标准化程度较高的部分,约占58%~71%。

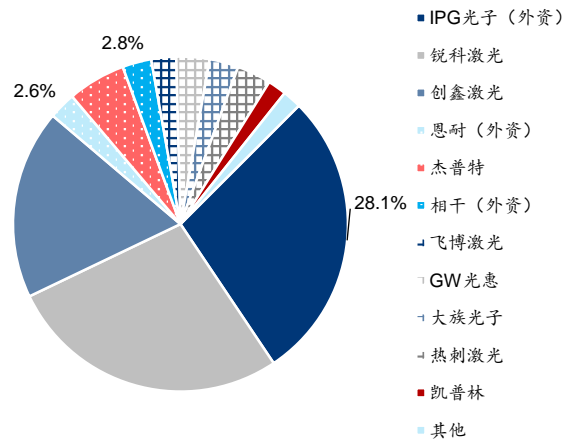
行业及企业壁垒有望在拓业过程中逐步加深。从市场容量来看,2014-21,我国光纤激光器市场规模由29亿元增长至125亿元,2015-21 CAGR为23%,而2018以来行业竞争加剧,产品降价压力对市场规模增速形成一定压制。从竞争格局来看,2021年,锐科、创鑫等国内企业占有率合计约为67%,已近7成。对比低压变频、交流伺服、工业机器人、小型PLC等工业自动化产品,可以发现,光纤激光器领域不仅国产份额最高,而且进口替代的速度最快。我们推测重要原因之一是激光在工业领域渗透程度相对较低,即使全球光纤激光器龙头IPG也直至2000年才推出应用于材料加工的100W光纤激光器,下游应用亟待拓展,行业及企业壁垒有望在拓展过程中逐步加深。

图表2: 2021年,我国光纤激光器市场规模同比+32.5%为125亿元



资料来源:《中国激光产业发展报告》,华泰研究

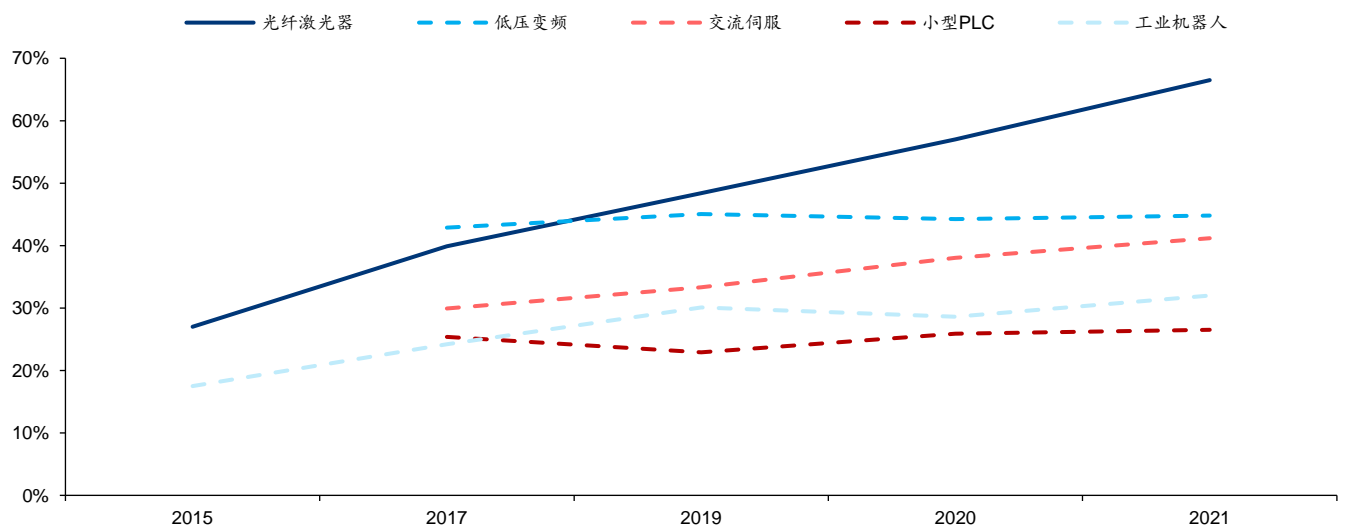
图表3: 2021年,我国光纤激光器市场国产化率约为67%



注:销售额口径

资料来源:《中国激光产业发展报告》,华泰研究

图表4: 2021年,我国光纤激光器/低压变频/交流伺服/工业机器人的国产化率分别为67%/45%/41%/32%



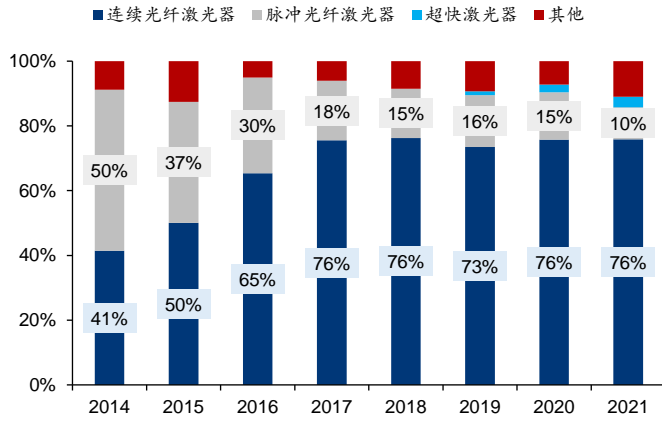
注:工业机器人国产化率是MIR直接公布值,系MIR根据销售台数计算;其他产品的国产化率系我们的计算值,我们将第三方机构统计数据中可以明确是内资品牌的销售额及未列明品牌的“其他”部分均归入了国产份额

资料来源:《中国激光产业发展报告》,MIR,华泰研究预测

锐科是国内光纤激光器龙头，盈利能力有望迎来向上拐点

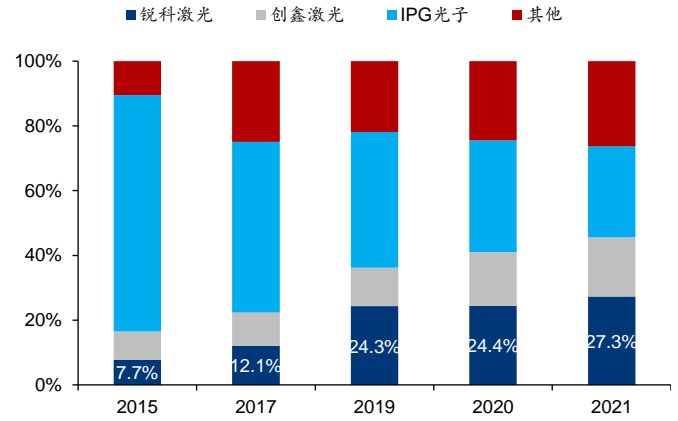
国内光纤激光器龙头企业，2021 年在国内光纤激光器市场份额达 27%。锐科激光前身锐科有限成立于 2007 年，2011 年被航天三江集团收购并控股，2018 年于创业板上市。公司成立之初即专注光纤激光器领域，并主要瞄准工业领域的材料加工，为工业激光装备制造或终端用户提供激光器，下游应用行业广泛，包括汽车、船舶、航空航天、新能源等。据《中国激光产业发展报告》统计，2015 至 21 年，锐科激光在我国光纤激光器市场中的份额从 7.7% 提升至 27.3%，与第一名 IPG (28.1%) 的占有率基本持平，较第三名创鑫激光领先 9.0pp，实现了对进口品牌的快速替代，并较其他内资品牌建立了更显著的占有率优势。

图表5：2014 年以来，光纤激光器占锐科总收入比例保持在 90% 左右



资料来源：Wind，华泰研究

图表6：2021 年，锐科在我国光纤激光器市场的占有率达 27%

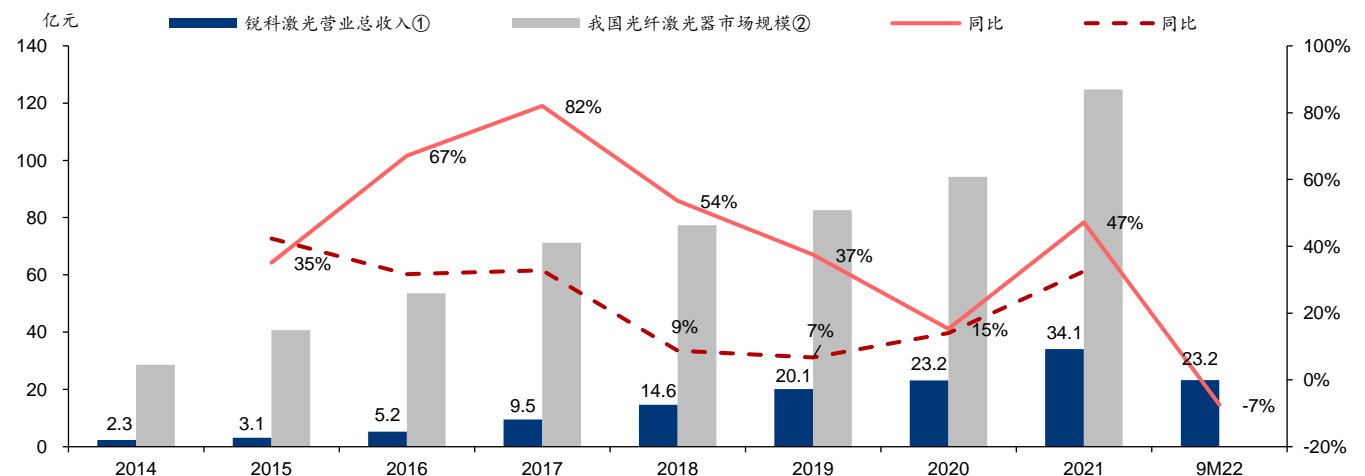


注：2015 年锐科激光、创鑫激光的占有率为两家公司公布的当年总收入/2015 年我国光纤激光器市场规模，与《中国激光产业发展报告》公布值略有差异，除此之外的数据均引用了报告值

资料来源：《中国激光产业发展报告》，华泰研究

2015-18、2019-21 年营收 CAGR 分别为 58%、33%，成长性领先行业。一方面，锐科受益于我国光纤激光器市场规模的较快增长；另一方面，公司也体现了超越市场的高成长性。如，2018、2019 年，虽然整体市场受宏观经济景气度等影响，增速回落至个位数，但锐科通过更高功率连续光纤激光器的品质、产能等综合优势，收入增速维持在较高水平；2020 年，公司将主要重心放在头部客户，一定程度挽回了因外部扰动无法供货导致的订单流失问题，并在 2021 年实现了较市场明显更快的增长。展望中期，我们认为光纤激光器凭借高效率、低维护运营成本等优势仍可持续拓宽应用领域和客户群体，同时锐科凭借自身优势，份额有望继续提升，公司收入端具有保持高成长的潜力。

图表7：2015-18、2019-21，锐科激光营收 CAGR 分别为 58%、33%，成长性领先行业

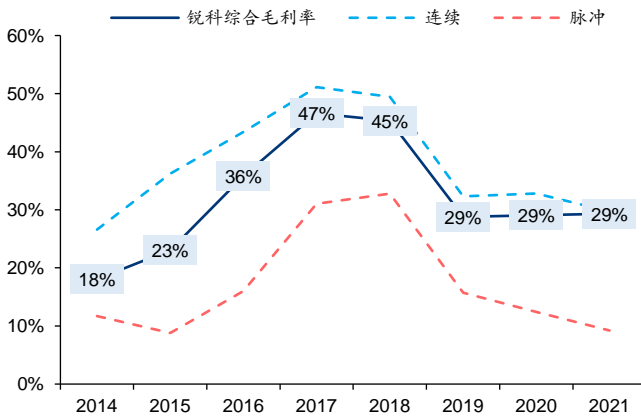


资料来源：Wind，《中国激光产业发展报告》，华泰研究

盈利能力受竞争加剧影响阶段性承压，良好降本效果或已于 22Q3 体现。回顾锐科 2014 至今毛利率变化：2015-17，锐科综合毛利率从 23% 快速提升至 47%，除销售结构变化外，主要系“通过部分原材料自制及原材料的大批量采购，原材料成本下降幅度大于产品降价幅度”；而 2018Q4，锐科、IPG 单季毛利率环比分别-18.5pp、-4.3pp，预示行业竞争快速加剧；2019-21，工业激光器市场价格竞争仍十分激烈，锐科通过自研核心器件、优化激光器结构等方式持续降本，将毛利率保持在 29% 左右；2022 上半年，制造业景气度承压，公司毛利率受损较多，但 Q3 单季来看，在 IPG 单季毛利率环比-2.6pp 的情况下，锐科环比实现 6.8pp 的提升，我们预计锐科已逐渐导入成本更低的新品，在高成本库存消化后，公司盈利水平及业绩均有望实现较大程度修复。

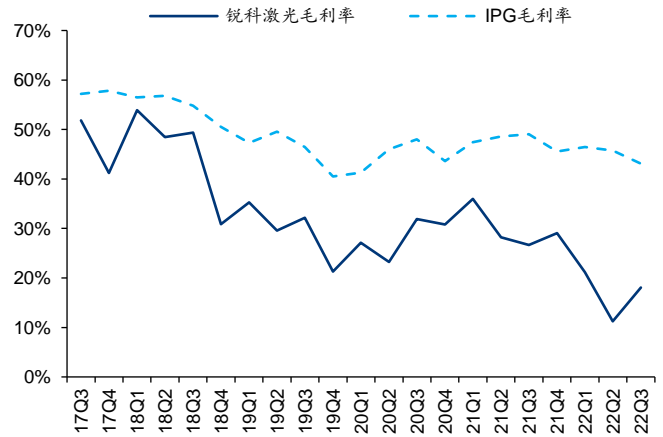
收入高成长性叠加盈利能力改善，公司业绩有望高增。总结来看，光纤激光器降价与降本幅度的相对大小与先后顺序，将较大程度上削弱或提升公司盈利能力。我们认为，锐科今年 Q3 毛利率环比较大改善，盈利能力或已到达向上拐点，叠加公司收入端高成长属性，盈利有望实现更快增长。

图表8：2014-17，锐科毛利率快速提升，后受竞争加剧影响有所承压



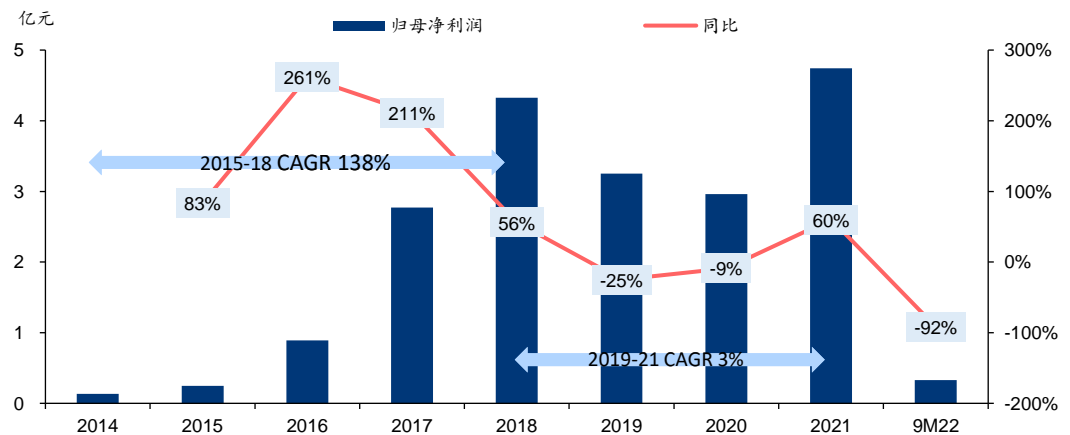
资料来源：Wind，华泰研究

图表9：2022Q3，锐科单季毛利率环比+6.8pp，IPG 环比-2.6pp



资料来源：Wind，IPG 官网，华泰研究

图表10：2015-18、2019-21，锐科激光归母净利润 CAGR 分别为+138%、+3%



资料来源：Wind，华泰研究

面向降本增效、拓展应用加大研发投入，持续挖深护城河

主要面向降本增效和拓展应用两大方向加大研发投入，盈利能力和壁垒有望提升。此前，从锐科、IPG 的毛利率变化可以看出，自 2018Q4 起我国光纤激光器市场竞争加剧。锐科应对的主要方式之一是加大研发投入力度，2017-21，研发投入占公司营业收入的比例分别为 5.38%、5.92%、5.87%、7.53%、8.43%，且根据研发目的，可以将其 21 年研发投入相关项目归为两大类，其中降本增效类包括技术降本和自动化制造降本；拓展应用类包括焊接、清洗、超高功率、蓝光、超快等。结合上一章对于光纤激光器市场特点的分析，我们认为降本增效类项目有望巩固乃至提升锐科在通用制造市场的盈利能力，而拓展应用类项目有助加深公司在定制化市场中的渗透程度，并随之抬升公司壁垒。

图表11：根据项目目的，锐科激光 2021 年研发投入有关项目可以分为“降本增效”“拓展应用”两大类

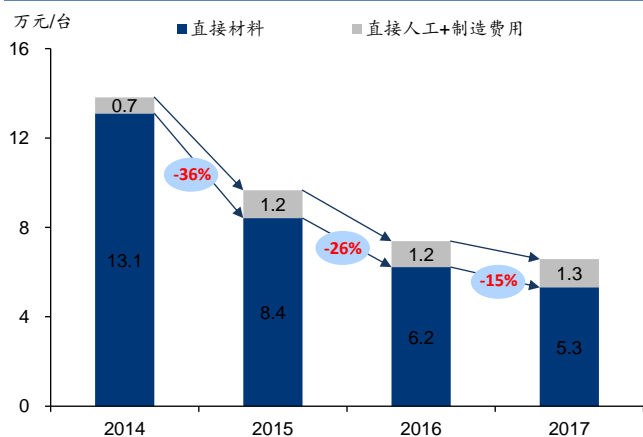
主要研发项目名称	项目目的/拟达到的目标/预计对公司未来发展的影响
降本增效类	
高集成低成本单模块连续光纤激光器	降本增效 ，质量提升，提高产品竞争力
高功率多模块激光器	推出高功率多模块连续光纤激光器，引领国内激光行业，满足市场应用需求
工业级大功率光纤激光器关键技术及产业化	开展工业级大功率光纤激光器及其核心器件研制工作，实现国产化
器件自动安装	效率提升 2 倍 ，实现无人化器件安装
器件自动封装	封装 效率提升 4 倍 ，实现器件自动封装
光栅自动刻写	光栅刻写 效率提升 2 倍 ，降低人员培训时间
光学模块流水线	光学模块自动流转， 效率提升 20%
拓展应用类	
高端旗帜系列环形光斑激光器	高端 焊接 ，国产替代，获得新能源电池头部厂商订单
高能量单模块脉冲激光器	高能量激光 清洗机 将是未来两三年的主要利润增长点
高亮度单模块激光器	实现高功率近单模输出，提升公司 超高功率 光纤激光器的核心竞争力
超高功率光纤激光器关键技术	研制出 超高功率 光纤激光器，并在多个重点领域实现应用示范
高功率半导体激光关键技术研究及加工	研制出 高功率半导体 激光器及 KW 级蓝光半导体 光纤激光器
高功率亚纳秒激光器及其变频技术的开发	开发新产品，布局市场，提升利润率
百瓦级飞秒激光器及其变频技术的开发	开发新产品，布局市场，提升利润率
新型高功率皮秒放大技术及工艺的开发	开发新产品，布局市场，提升利润率
第二代双包层大模场掺铥光纤的研制	开发第二代双包层大模场掺铥光纤，满足单腔单模工业光纤激光器的需求
三包层光纤的研制	开展三包层掺铥有源无源光纤的研制，掌握三包层光纤制作技术
掺铟光纤的研制	开展掺铟光纤的研制，满足客户对于掺铟光纤的需求

资料来源：锐科激光年报，华泰研究

降本增效：掌握上游核心材料及器件技术，结构优化助力成本快速下降

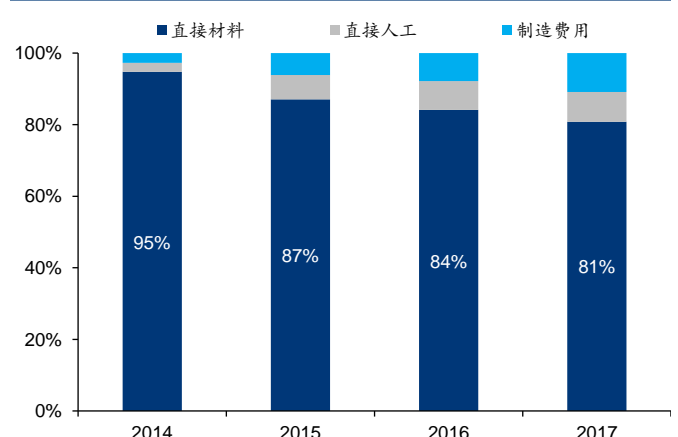
降低材料成本是激光器降本的关键方式，锐科享有规模和技术优势。据锐科招股书，2014-17 单台连续光纤激光器材料成本快速下降，但 2017 年直接材料仍占连续光纤激光器总成本的 81%，降低材料成本是降低总成本的关键方式。锐科光纤激光器规模是内资企业第一，在材料采购方面优先享有规模效应，同时公司 21 年年报指出，可以“通过上游核心材料与器件的高度垂直一体化、更加优化的结构与模块化设计大幅降低材料成本”。

图表12：2014-17，单台连续光纤激光器材料成本快速下降



资料来源：锐科激光招股书，华泰研究

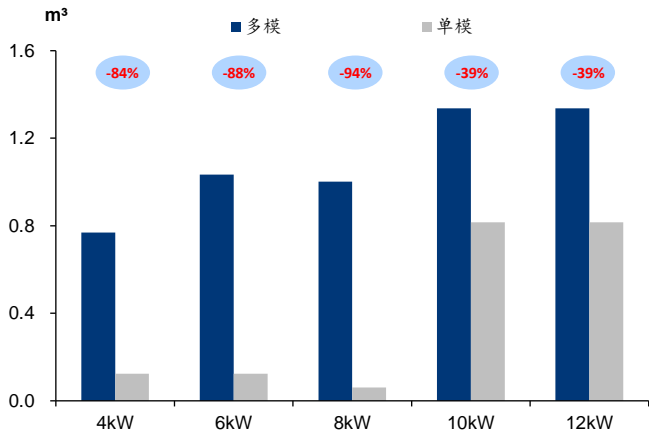
图表13：2017 年，直接材料占锐科连续光纤激光器成本的 81%



资料来源：锐科激光招股书，华泰研究

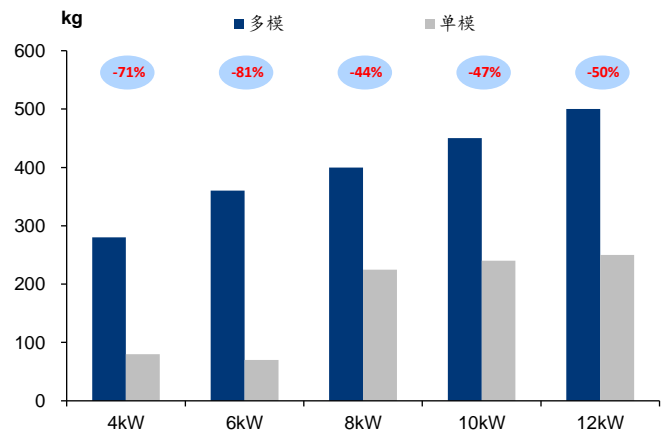
举例来看，通过单模对多模的技术性迭代，可以大幅减少材料用量进而降低成本。光纤激光器按工作模式可分为单模与多模，若想以同功率单模取代多模，多类光学器件均需要技术进步，据创鑫激光招股书，“光纤激光器由数十个光学器件系统集成而成，每个光学器件都需要有足够先进的技术才能同时承载超高的激光能量，否则如‘木桶效应’，制约光纤激光器性能的提升。”但若突破技术顺利实现迭代，则可减少激光器内有源光纤、合束器、光纤光栅等多种器件用量，较大幅度降低成本，从表观来看，激光器的体积、重量都将显著减小，据锐科官网产品参数，如在6kW用单模取代多模，激光器的体积、重量分别减小了88%、81%。我们认为，公司通过这一路径仍还有可观降本空间，有望驱动盈利能力修复。

图表14：以6kW连续为例，锐科单模产品较多模产品体积减小88%



资料来源：锐科激光官网（于2022年11月19日），华泰研究

图表15：以6kW连续为例，锐科单模产品较多模产品重量减小81%



资料来源：锐科激光官网（于2022年11月19日），华泰研究

拓展应用：持续发力广泛布局，率先把握下游起量机会

持续发力定制化应用拓展，焊接、清洗等已建立一定优势。从锐科年报、半年报来看，公司近三年持续发力，拓展激光在定制化市场的应用，工艺包括焊接、清洗、熔覆等，下游应用领域包括汽车、锂电、光伏、3C等，并且公司在新能源焊接、激光清洗等方向已经建立一定优势。基于对光纤激光器目前在工业中的渗透程度还相对较浅的判断，我们认为未来起量工艺和下游领域还存在较大不确定性，而锐科通过广泛布局，有望率先抓住机会，在新领域建立先发优势。

图表16：公司近三年持续发力，拓展激光在定制化市场的应用，工艺包括焊接、清洗、熔覆等

年份	拓展定制化市场应用进展
2019	在 新能源焊接 领域，公司在产品性能上与进口产品比肩，正在逐步实现进口光源的替代，目前已经和国内十多家设备集成商展开合作，产品已进入国内前三的电池生产企业 完成收购国神光电科技（上海）有限公司51%股权，正式步入 超快激光器 领域 500W脉冲光纤激光器在 激光清洗 领域的表现亮眼，销量稳步上升
2020	推出了包括超高功率单模及多模连续激光器、光束可调高功率激光器、高功率分时光闸、光耦产品、高能量清洗专用激光器、小体积手持焊接激光器、蓝光有色金属焊接激光器以及各类红外、绿光、紫外超快激光器，解决客户在 高速切割、高速熔覆、超厚板焊接、超厚漆层清洗、玻璃切割焊接 等方面遇到的问题，切入 汽车、锂电、光伏、3C 等行业，成功打破海外厂商垄断
2021	正式成立 医疗激光 团队，面向医疗医美设备制造商提供激光医疗技术系统级解决方案和核心激光光电元器件
2022H1	发布了6款 旗帜系列新产品 ，应用覆盖 汽车、船舶、航空航天、3D打印、新能源 等多领域，多项技术难题实现突破

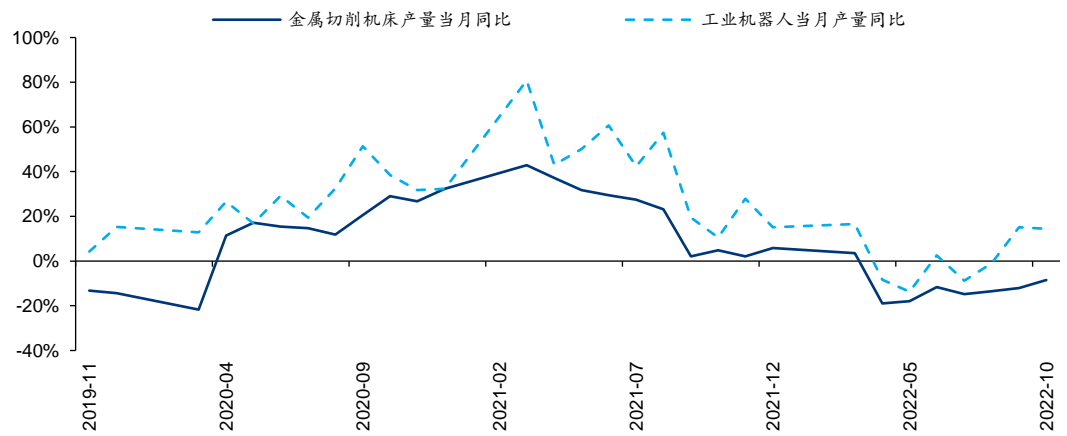
资料来源：锐科激光年报、半年报，华泰研究

制造业景气度有望迎来向上拐点，公司盈利能力提升或再添保障

制造业整体景气度有望迎来向上拐点。今年5月底，国务院出台稳经济一揽子政策措施。从宏观数据来看，今年Q3国内生产总值同比+3.9%，环比提升3.5pp；固定资产投资同比+5.7%，环比提升1.5pp；规上工业增加值同比+4.8%，环比提升4.1pp，Q3我国经济呈现良好恢复势头。从典型通用自动化产品来看，金属切削机床、工业机器人月度同比增速自今年5月以来呈现良好修复态势。就10月单月而言，国务院新闻办指出“从10月份情况看，经济恢复势头有所放缓，但要看到，中国经济韧性强、及时推出的各项稳经济政策也在持续显现，经济持续恢复态势仍能保持。”

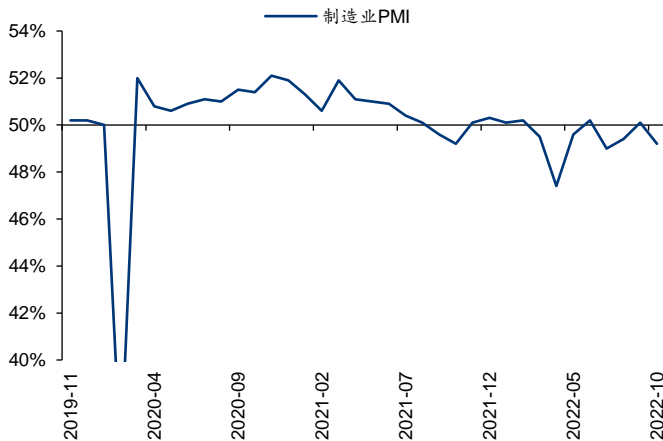
利好光纤激光器下游通用制造需求。一方面，我国经济韧性强，另一方面，各项稳经济政策措施结果不断显现，我们认为制造业整体景气度有望迎来向上拐点，通用制造景气度有望提升，利好目前下游大部分应用为通用制造的光纤激光器市场。而且，若景气度提升带来光纤激光器市场竞争趋缓及降价压力减小，锐科盈利能力的修复将更具保障。

图表17：从典型通用自动化产品来看，金属切削机床、工业机器人月度同比增速自今年5月以来呈良好修复态势



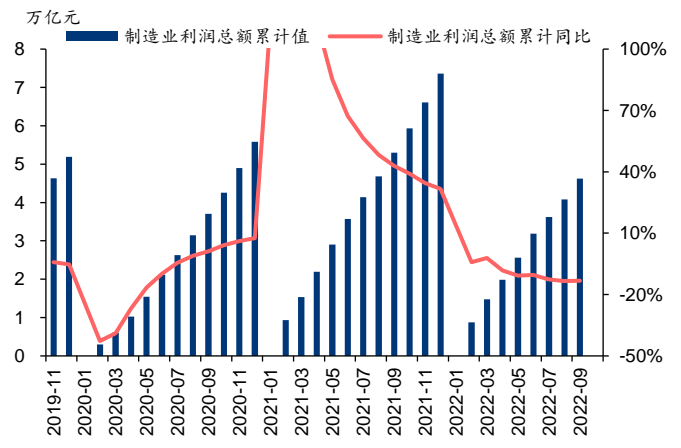
资料来源：国家统计局，华泰研究

图表18：2022年8-10月，制造业PMI分别为49.4%、50.1%、49.2%



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表19：2022年9月，制造业利润总额累计同比-13.2%



资料来源：国际统计局，华泰研究

估值与风险提示

盈利预测

连续光纤激光器：考虑到 2022 年前三季度公司连续激光产品需求承压及价格调整对板块营收以及盈利能力造成短期压力，我们预计 2022 年板块营收增速或承压，随着 4Q22 国内光纤激光器市场需求有望逐步恢复，行业价格竞争有望趋稳，以及公司新产品方案的导入有望进一步推动降本，或驱动板块营收、盈利能力逐季度回暖。我们预计 2022-2024 年连续光纤激光器的收入同比增速为 0%、45%、22%，其中 2023 年板块营收增速较 2022 年提升，主要系 2022 年因外部环境影响对行业需求端造成一定扰动；板块毛利率分别为 12.80%、22.00%、24.50%，其中 2023 年板块毛利率较 2022 年明显提升主要考虑到公司新产品导入或推动连续光纤激光器产品降本，驱动盈利能力提升。

脉冲光纤激光器：脉冲产品方面，随着公司新能源领域业务的持续拓展，以及公司脉冲产品降本的持续推进，我们预计公司脉冲光纤激光器的收入保持持续增长，板块毛利率有望呈现提升趋势，我们预计 2022-2024 年板块营收同比增速分别为 20%、25%、23%，其中 2023 年增速较 2022 年上行主要考虑到 2022 年因外部环境影响对行业需求端造成一定扰动；预计板块毛利率 2022-2024 年分别为 16%、19%、20%，其中 2023 年板块毛利率较 2022 年明显提升主要考虑到公司新能源业务持续开拓，驱动板块盈利能力提升。

超快激光器：“超快激光”是指输出激光的脉冲宽度在 10^{-12} s 即皮秒级别，或小于皮秒级别的脉冲激光，可以在很大程度上避免对分子热运动的影响，产生更少的热影响。超快激光器在精密加工等方面有着越来越广泛的应用，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 2022-2024 年公司超快激光器板块收入同比增长 50%、50%、40%，板块毛利率 2022-2024 年预估为 52%、53%、53%，维持在较高毛利率水平，其中 2023 年板块毛利率略有提高主要考虑到板块营收增长推动规模效应显现。

图表20： 公司收入及毛利率预测

(百万元)		2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	合计	3410	3608	5047	6192
	连续光纤激光器	2587	2587	3751	4576
	脉冲光纤激光器	337	404	506	622
	超快激光器	112	168	252	352
	技术开发服务	213	224	235	247
	其他	160	225	303	394
营业总收入 同比增速	合计	47.2%	5.8%	39.9%	22.7%
	连续光纤激光器	47.4%	0.0%	45.0%	22.0%
	脉冲光纤激光器	-0.7%	20.0%	25.0%	23.0%
	超快激光器	103.6%	50.0%	50.0%	40.0%
	技术开发服务	182.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	其他	75.6%	40.0%	35.0%	30.0%
营业总收入 占比	合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
	连续光纤激光器	75.9%	71.7%	74.3%	73.9%
	脉冲光纤激光器	9.9%	11.2%	10.0%	10.0%
	超快激光器	3.3%	4.7%	5.0%	5.7%
	技术开发服务	6.3%	6.2%	4.7%	4.0%
	其他	4.7%	6.2%	6.0%	6.4%
毛利率	合计	29.4%	18.2%	25.4%	27.7%
	连续光纤激光器	29.7%	12.8%	22.0%	24.5%
	脉冲光纤激光器	9.2%	16.0%	19.0%	20.0%
	超快激光器	52.5%	52.0%	53.0%	53.0%
	技术开发服务	18.8%	18.0%	19.0%	19.0%
	其他	63.8%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源：Wind，华泰研究预测

可比公司估值

- 我们选取柏楚电子、汇川技术、埃斯顿三家上市公司作为锐科激光的可比公司，理由如下：
- 1) 柏楚电子主营钣金激光切割设备控制系统，客户为激光切割设备商，与锐科在切割领域的客户群重合度较高，两家公司销量驱动力有较高重合度。
 - 2) 汇川技术是我国工控龙头企业，公司毛利主要来自电梯及通用自动化业务，其中电梯是较为成熟的板块，通用自动化具有较高成长性。对比来看，锐科激光目前在打标、切割领域的应用较为成熟，且在我国光纤激光器市场具有较高份额，同时持续拓展在锂电、3C 等行业的新兴应用，这些新应用也具有较高成长性。我们认为二者有一定可比性。
 - 3) 埃斯顿主营工业机器人，下游应用广泛，与光纤激光器目前下游较高比例为通用制造的特点较为契合，且机器人与激光器均属于高端制造。

图表21：可比公司估值表（截止 2022 年 11 月 18 日）

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE (倍)			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
688188 CH	柏楚电子	244.06	356	550	581	779	1047	64.73	61.32	45.74	34.02
300124 CH	汇川技术	71.00	1881	3573	4206	5435	6965	52.64	44.73	34.61	27.01
002747 CH	埃斯顿	22.66	197	122	184	305	435	161.39	107.17	64.56	45.25
	平均值							92.92	71.07	48.31	35.42
300747 CH	锐科激光	29.53	167	474	151	523	749	35.29	110.88	32.00	22.35

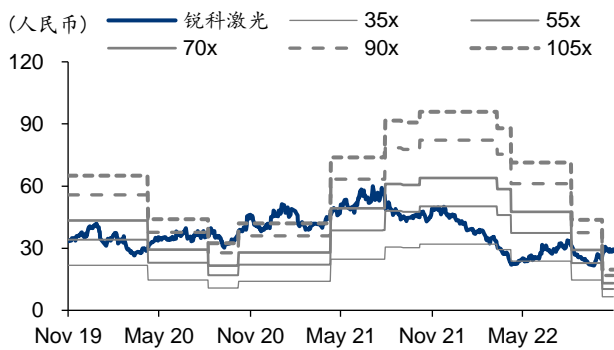
注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预测

资料来源：Wind，华泰研究预测

风险提示

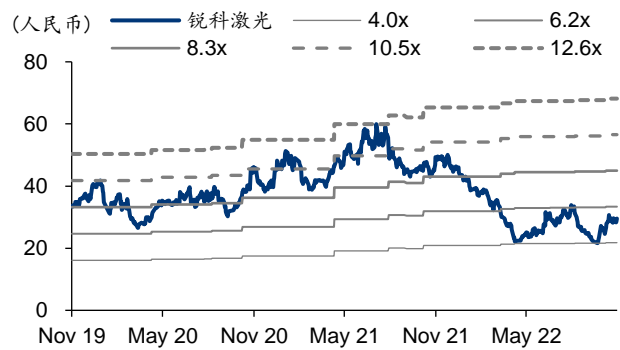
- 1) **降本不及预期。**通过优化激光器结构等方式实现有效降本是推动公司盈利能力提升的关键方式，若降本方案导入速度低于预期，将直接影响公司盈利能力。
- 2) **产品降价幅度超预期。**光纤激光器市场国产化率较高，竞争较为激烈，若产品价格下降幅度超预期，或将影响公司盈利能力。
- 3) **光纤激光器市场需求不及预期。**若光纤激光器市场需求恢复不及预期，或导致公司订单、营收增长不及预期。

图表22：锐科激光 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表23：锐科激光 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,079	3,705	3,634	6,225	5,751
现金	832.71	454.51	761.70	1,102	1,345
应收账款	596.61	668.16	670.12	1,202	1,095
其他应收账款	7.17	10.56	8.20	18.05	14.15
预付账款	29.77	46.69	34.21	78.95	59.89
存货	600.33	1,141	991.32	1,731	1,505
其他流动资产	1,013	1,384	1,168	2,093	1,732
非流动资产	731.48	1,149	1,116	1,280	1,384
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	435.56	560.55	554.85	722.97	831.31
无形资产	65.77	57.82	56.67	56.61	57.76
其他非流动资产	230.14	530.41	504.62	500.30	494.68
资产总计	3,811	4,854	4,750	7,505	7,135
流动负债	1,031	1,593	1,332	3,643	2,545
短期借款	20.00	120.10	123.07	1,713	934.67
应付账款	493.00	665.65	753.13	1,058	1,095
其他流动负债	517.51	807.54	455.81	871.30	515.14
非流动负债	114.91	172.89	172.89	172.89	172.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	114.91	172.89	172.89	172.89	172.89
负债合计	1,145	1,766	1,505	3,816	2,718
少数股东权益	99.97	87.70	94.15	119.97	158.57
股本	288.00	436.02	566.76	566.76	566.76
资本公积	1,065	1,039	1,039	1,039	1,039
留存公积	1,212	1,658	1,802	2,316	3,055
归属母公司股东权益	2,566	3,000	3,151	3,570	4,259
负债和股东权益	3,811	4,854	4,750	7,505	7,135

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	55.46	72.92	379.76	(856.47)	1,380
净利润	312.59	502.00	157.40	548.87	787.45
折旧摊销	80.35	119.62	93.45	113.97	143.16
财务费用	1.02	2.61	4.39	39.40	53.86
投资损失	(13.30)	(1.71)	(15.23)	(28.00)	(2.00)
营运资金变动	(388.34)	(556.92)	140.57	(1,530)	398.61
其他经营现金	63.13	7.33	(0.82)	(1.13)	(1.39)
投资活动现金	440.06	(659.46)	(45.50)	(249.59)	(244.90)
资本支出	(259.95)	(429.49)	(50.57)	(265.04)	(231.27)
长期投资	680.00	(230.00)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	20.01	0.04	5.07	15.45	(13.62)
筹资活动现金	(10.22)	157.72	(130.14)	(143.69)	(113.37)
短期借款	20.00	100.10	2.97	1,590	(778.68)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	96.00	148.02	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(26.61)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(126.22)	(63.79)	(133.11)	(1,734)	665.31
现金净增加额	484.78	(433.72)	204.12	(1,250)	1,021

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,317	3,410	3,608	5,047	6,192
营业成本	1,643	2,409	2,950	3,765	4,476
营业税金及附加	11.54	14.88	20.96	24.10	30.85
营业费用	110.09	133.28	130.20	166.99	191.94
管理费用	41.12	67.46	67.78	89.77	103.94
财务费用	1.02	2.61	4.39	39.40	53.86
资产减值损失	(39.93)	(34.85)	(21.65)	(30.28)	(37.15)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.30	1.71	15.23	28.00	2.00
营业利润	351.54	553.50	172.26	604.19	868.25
营业外收入	0.49	0.85	2.15	2.23	1.43
营业外支出	0.63	0.28	0.68	0.61	0.55
利润总额	351.40	554.07	173.72	605.80	869.13
所得税	38.81	52.07	16.33	56.93	81.68
净利润	312.59	502.00	157.40	548.87	787.45
少数股东损益	16.49	27.75	6.45	25.82	38.60
归属母公司净利润	296.10	474.25	150.94	523.05	748.85
EBITDA	429.16	669.35	265.77	750.42	1,055
EPS (人民币, 基本)	1.03	1.10	0.27	0.92	1.32

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	15.25	47.18	5.81	39.89	22.69
营业利润	(7.95)	57.45	(68.88)	250.75	43.71
归属母公司净利润	(8.95)	60.17	(68.17)	246.52	43.17
获利能力 (%)					
毛利率	29.07	29.35	18.24	25.39	27.71
净利率	13.49	14.72	4.36	10.88	12.72
ROE	11.73	16.26	4.85	14.88	17.83
ROIC	17.55	19.30	6.50	14.17	22.10
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.06	36.39	31.68	50.84	38.09
净负债比率 (%)	(27.95)	(7.24)	(17.06)	18.87	(7.36)
流动比率	2.99	2.33	2.73	1.71	2.26
速动比率	2.37	1.40	1.75	1.14	1.54
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.79	0.75	0.82	0.85
应收账款周转率	4.56	5.39	5.39	5.39	5.39
应付账款周转率	3.55	4.16	4.16	4.16	4.16
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.84	0.27	0.92	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	0.13	0.67	(1.51)	2.43
每股净资产(最新摊薄)	4.53	5.29	5.56	6.30	7.51
估值比率					
PE (倍)	56.52	35.29	110.88	32.00	22.35
PB (倍)	6.52	5.58	5.31	4.69	3.93
EV EBITDA (倍)	37.49	24.80	61.25	23.39	15.70

免责声明

分析师声明

本人，倪正洋、黄乐平、余熠，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师倪正洋、黄乐平、余熠本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司