

小件走向大件，支撑百亿金属结构件航母

——科森科技（603626）调研简报

2017 年 11 月 25 日

强烈推荐/维持

科森科技

调研简报

报告摘要：

小件向大件的的产品结构转变过程中，公司的业绩在未来三年将加速向上发展。未来三年，公司享有以下三大发展红利：

(1) 大件的单机价值量远远高于小件，对应的市场容量远远高于小件

(2) 大件对公司研发资源、管理资源的消耗远远低于小件。公司资源利用效率将大幅上升。

(3) 公司占领医疗结构件技术高地，向消费电子复制创新工艺能力远远超过同行。

公司深度服务苹果的定制金属结构件需求，产品线结构从金属小件走向金属大件，打开三年长期成长空间。按键类、手机环类、标志类小件产品线单机价值量总和在 50 元左右，不锈钢手机中框、笔记本电脑 bottom case、笔记本电脑 Hinge 大件的单机价值量将达到数百元，单机价值量大幅攀升。

产业转移趋势正从金属精密加工产业向其上游 CNC 设备蔓延，CNC 设备国产化是未来数年的大趋势。金属大件新进入者一般采用国产 CNC 设备，在金属大件生产成本上形成了较大的优势。我们判断，CNC 国产化将推动金属件加工行业格局重塑。科森科技在小件积攒了丰富的精密加工技术，向大件产品复制成熟的工艺技术相对容易，另一方面凭借国产 CNC 设备的成本优势切入大件产品的发展路径非常顺畅。

公司盈利预测及投资评级：我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 23.22 亿元、40.84 亿元、52.80 亿元，归母净利润分别为 2.73 亿元、5.11 亿元、6.47 亿元，EPS 分别为 0.93 元、1.73 元、2.20 元，目前股价对应 P/E 分别为 37.63 倍、20.14 倍、15.89 倍，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：大客户新产品拓展不及预期

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,090.31	1,302.78	2,321.86	4,084.25	5,279.63
增长率（%）	169.39%	19.49%	78.22%	75.90%	29.27%
净利润（百万元）	198.24	188.90	273.43	510.87	647.40
增长率（%）	340.76%	-4.71%	44.75%	86.84%	26.72%
净资产收益率（%）	47.49%	31.16%	14.57%	21.71%	21.90%
每股收益(元)	1.25	1.20	0.93	1.73	2.20
PE	27.81	29.08	37.63	20.14	15.89
PB	6.60	9.09	5.48	4.37	3.48

分析师：杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

研究助理：贺茂飞

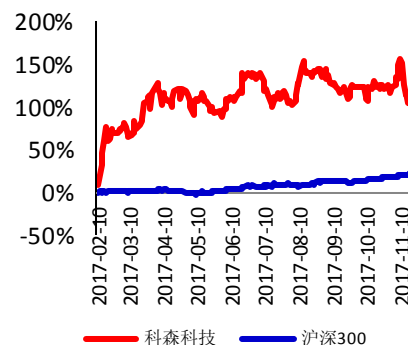
021-25102844

Hemf@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	50.99/31.00
总市值（亿元）	103
流通市值（亿元）	26
总股本/流通 A 股（万股）	29493/7373
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	4.68%

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

目 录

1 展望未来 3 年，从小件走向大件，支撑百亿规模结构件航母	3
2 消费电子项目数量持续攀升，单机价值量 3 年增长 4 倍	4
3 CNC 设备国产化大势所趋，科森有望抓住产业格局变化机遇	5
4 风险提示	5
5 盈利预测与估值	5

插图目录

图 1：在医疗结构件产品领域，公司积累了深厚的精密加工能力	3
图 2：公司产品结构从金属小件走向金属大件	3
图 3：在手机、平板应用领域，公司供应的结构件产品价值量总和不断攀升	4
图 4：全球主要金属件加工企业 CNC 数量对比	5

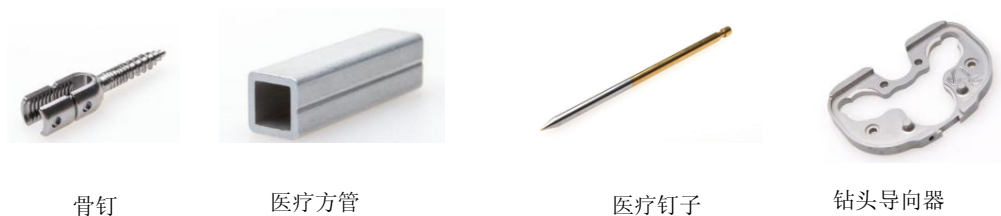
1 展望未来 3 年，从小件走向大件，支撑百亿规模结构件航母

科森科技起家于结构件小件产品，积淀了丰富的工艺制程能力，拥有三十多项金属精密加工制程工艺。上市之后，公司拥有更加强大的资本后盾，产能扩张节奏将远远快于上市前的状态，雄厚资本支撑公司快速由小件走向大件。从 17 年开始，公司产品线结构以内部金属小件为主，向手机金属中框、笔记本电脑机身及转轴等大件转变。

小件向大件的产品结构转变过程中，公司的业绩在未来三年将加速向上发展。未来三年，公司享有以下三大发展红利：

- （1）大件的单机价值量远远高于小件，对应的市场容量远远高于小件
- （2）大件对公司研发资源、管理资源的消耗远远低于小件。公司资源利用效率将大幅上升。
- （3）公司占领医疗结构件技术高地，向消费电子复制创新工艺能力远远超过同行。医疗结构件的工艺精密度要求远远高于消费电子产品，公司占领医疗产品高地，持续沉淀先进生产工艺能力，相比纯粹做消费电子产品的结构件公司有更强的技术实力。

图 1：在医疗结构件产品领域，公司积累了深厚的精密加工能力



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 2：公司产品结构从金属小件走向金属大件



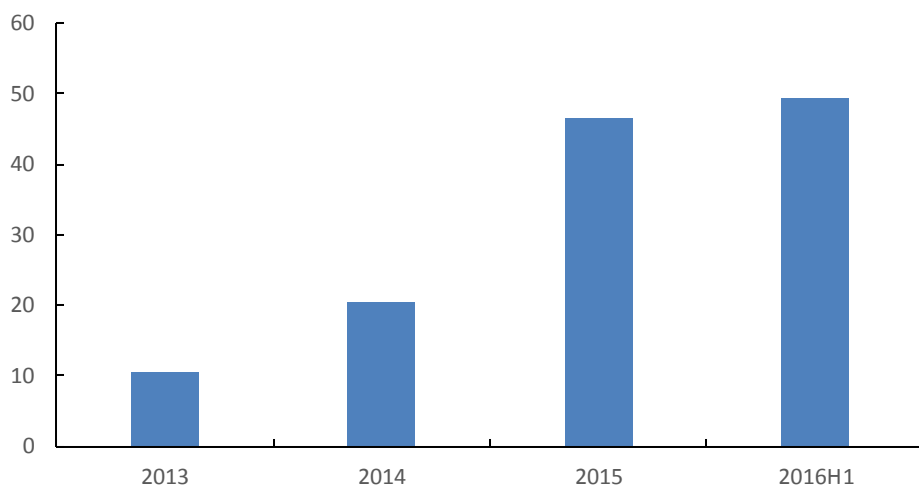
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2 消费电子项目数量持续攀升，单机价值量 3 年增长 4 倍

消费电子领域，公司起家于静音键按钮、镜头环、背光条等产品。凭借优秀的产品加工能力，公司受到国际 A 客户的认可，参与的小件项目类别从早期的 4 项扩展到 12 项，量产产品价值量总和从 2013 年的 10 元上升至 2016 年的 50 元左右。

图 3:在手机、平板应用领域，公司供应的结构件产品价值量总和不断攀升

消费电子领域，公司产品价值量总和（单位：元）



资料来源：招股书、东兴证券研究所

表 1:公司在消费电子领域的主要量产产品类别及平均单价

产品类别	2013	2014	2015	2016H1
静音键按钮类	2.42	2	1.84	1.79
背光条类	1.42	1.37	2.1	2.12
镜头环类	2.67	2.36	2.2	4.29
标志类	3.29	3.43	4.97	6.9
按键类		3.6	1.17	3.24
数据接口类		7.07	6.94	6.53
中板类			2.91	5.91
触点类			5.86	3.05
可穿戴类			2.51	0
后盖类			6.18	6.22
智能笔配件类			3.02	3.97
外壳类			6.18	4.74
其他	0.82	0.71	0.79	0.66
总和	10.62	20.54	46.67	49.42

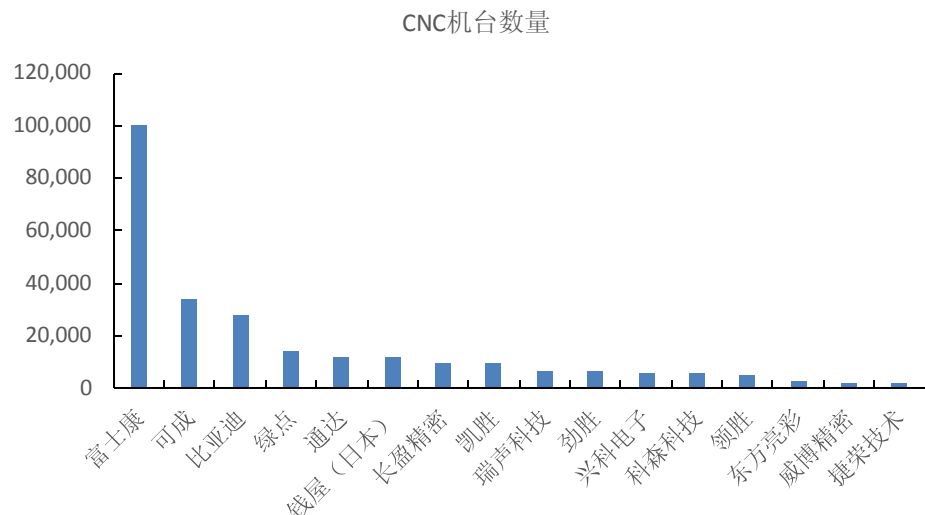
资料来源：招股书，东兴证券研究所

3 CNC 设备国产化大势所趋，科森有望抓住产业格局变化机遇

苹果自 iPhone X 引入不锈钢材质机身，科森科技由此切入金属大件产品，与捷普配套做不锈钢中框前道制程加工工序。根据产业链调研数据，不锈钢中框价值量 180-200 元左右，前道制程约占全制程总成本 1/3，前道制程工序价值量约 60 元左右。

国产品牌手机的崛起为上游金属结构件行业带来了爆发式发展的机会，威博精密、长盈精密等企业过去几年在规模上实现了数倍的增长。现阶段，产业转移趋势正从金属精密加工产业向其上游 CNC 设备蔓延，CNC 设备国产化是未来数年的大趋势。金属大件新进入者一般采用国产 CNC 设备，在金属大件生产成本上形成了较大的优势。我们判断，CNC 国产化将推动金属件加工行业格局重塑。科森科技在小件积攒了丰富的精密加工技术，向大件产品复制成熟的工艺技术相对容易，另一方面凭借国产 CNC 设备的成本优势切入大件产品的发展路径非常顺畅。

图 4：全球主要金属件加工企业 CNC 数量对比



资料来源：艾邦产业研究，东兴证券研究所

4 风险提示

国际大客户金属大件销售开拓不及预期

5 盈利预测与估值

我们看好公司主要有以下 3 个理由。（1）公司具有行业领先的金属加工制程能力，占领精密度要求更高的医疗应用高点后，向消费电子应用拓展的过程相对容易。（2）公司从小件走向大件，单机价值量在未来几年将持续攀升。（3）CNC 设备国产化大势所

趋，公司作为大件的后进入者能够建立成本优势。

我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 23.22 亿元、40.84 亿元、52.80 亿元，归母净利润分别为 2.73 亿元、5.11 亿元、6.47 亿元，EPS 分别为 0.93 元、1.73 元、2.20 元，目前股价对应 P/E 分别为 37.63 倍、20.14 倍、15.89 倍，给予“强烈推荐”评级。

表 2：公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元		利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
流动资产合计	809	761	1685	2504	3459	营业收入	1090	1303	2322	4084	5280		
货币资金	91	83	487	411	767	营业成本	670	885	1603	2835	3670		
应收账款	631	567	1011	1778	2298	营业税金及附	6	8	15	26	33		
其他应收款	16	17	31	55	71	营业费用	22	32	57	100	129		
预付款项	11	6	-3	-18	-38	管理费用	128	156	325	490	634		
存货	59	86	156	276	357	财务费用	15	7	3	-3	-4		
其他流动资产	2	2	3	4	5	资产减值损失	21.90	0.88	5.00	5.00	5.00		
非流动资产合	525	729	1264	1572	1663	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	60.00	60.00	60.00		
固定资产	453.42	594.46	826.47	1131.48	1011.49	营业利润	227	214	375	691	873		
无形资产	52	79	194	198	201	营业外收入	8.59	5.40	40.00	40.00	40.00		
其他非流动资	2	3	0	0	0	营业外支出	0.35	0.17	50.00	50.00	50.00		
资产总计	1335	1490	2949	4077	5122	利润总额	235	219	365	681	863		
流动负债合计	779	700	955	1607	2049	所得税	37	30	91	170	216		
短期借款	283	120	0	0	0	净利润	198	189	273	511	647		
应付账款	329	337	603	1066	1379	少数股东损益	0	0	0	0	0		
预收款项	0	0	0	1	1	归属母公司净	198	189	273	511	647		
一年内到期的	57	39	39	39	39	EBITDA	327	352	467	828	1009		
非流动负债合	138	184	117	117	117	BPS（元）	1.25	1.20	0.93	1.73	2.20		
长期借款	69	90	90	90	90	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
负债合计	917	884	1073	1724	2166	成长能力							
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	169.39%	19.49%	78.22%	75.90%	29.27%		
实收资本(或股	79	158	295	295	295	营业利润增长	328.24%	-5.65%	75.12%	84.52%	26.34%		
资本公积	66	5	883	883	883	归属于母公司	44.75%	86.84%	44.75%	86.84%	26.72%		
未分配利润	247	401	607	993	1482	获利能力							
归属母公司股	417	606	1876	2353	2957	毛利率(%)	38.52%	32.07%	30.94%	30.58%	30.49%		
负债和所有者	1335	1490	2949	4077	5122	净利率(%)	18.18%	14.50%	11.78%	12.51%	12.26%		
现金流量表						单位:百万元		总资产净利润					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)		47.49%	31.16%	14.57%	21.71%	21.90%	
经营活动现金	102	400	164	371	595	偿债能力							
净利润	198	189	273	511	647	资产负债率(%)							
折旧摊销	84.91	131.00	0.00	119.99	119.99	流动比率							
财务费用	15	7	3	-3	-4	速动比率							
应收账款减少	0	0	-444	-767	-520	营运能力							
预收帐款增加	0	0	0	0	1	总资产周转率							
投资活动现金	-297	-232	-569	-416	-199	应收账款周转							
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转							
长期股权投资	0	0	3	0	0	每股指标（元）							
投资收益	0	0	60	60	60	每股收益(最新							
筹资活动现金	239	-182	809	-32	-39	每股净现金流							
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最							
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	79	137	0	0	P/E							
资本公积增加	0	-61	878	0	0	P/B							
现金净增加额	44	-14	404	-76	356	EV/EBITDA							

资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

贺茂飞

复旦大学微电子与固体电子学研究生，2016 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。