

科森科技 (603626)

证券研究报告

2020年09月10日

精密金属一站式提供商，拐点显现 5G 时代弹性大

精密金属一站式提供商，判断 5G 时代内外因素改善下，业绩到达拐点，5G 时代业绩弹性大。公司具备精密金属制造“一站式”服务能力，以消费电子为核心，持续拓展产品品类至医疗器械、光伏产品等领域结构件，覆盖富士康、苹果、华为、联想等主流客户。公司 11-18 年营收 CAGR 为 55%，19 年由于行业创新放缓+研发投入大、量产不及预期+存货计提导致短期承压，我们判断随着内外多因素改善，外：20 年 5G 换机提振销量+下游高景气；内：自动化改造+大客户拓展顺利，同时公司 18 年可转债募资 6.1 亿元用于扩产年产 2 亿件精密金属结构件，已于 19 年底全部完成。公司业绩拐点显现，5G 时代业绩向上弹性大。

金属小件转型大件，多产品线切入苹果，同时导入华为笔电，客户多元化。公司已绑定苹果+华为两大消费电子龙头。苹果方面：公司 12 年通过捷普提供静音按键、镜头环等 iPad 结构件，17 年切入 iPhone 不锈钢/铝合金中框供应链（“精锻+CNC”工艺不锈钢中框），由消费电子外观小件拓展至大件，目前已切入 iPad、iPad Pencil、MacBook 等产品线，未来持续看好：1) 20 年苹果将进入通讯+iD 创新的超级周期，并推出多款 5G 新机型；2) 5G 手机采用金属中框+玻璃/陶瓷，价值量从 50~150 元提升至 >180 元；3) 公司已完成技术研发，笔记本电脑转轴（铰链）等产品已进入量产阶段，技术门槛高供应链地位稀缺。华为：公司掌握了整套精密金属制造服务和配套技术方法，满足“一站式”服务，并切入华为笔记本供应链，有望享受华为笔记本高成长、持续渗透国内笔记本客户，客户多元化。

A 股医疗器械稀缺标的，切入电子烟打造新业绩增长点。公司积极卡位医疗、电子烟等领域：1) 医疗：预计 2022 年全球医疗器械行业规模将达 5328 亿美元，刺激精密结构器件需求。公司 14 年切入全美第二医疗器械公司美敦力供应链，有望持续受益于高端客户资源，业绩稳健增长。公司 18 年设立科森医疗，持续提升医疗器械领域核心竞争力，医疗手术结构件为毛利率最高的产品(13-18 年维持在 48%以上)，有望成下一个重要业务增长点。2) 电子烟：随各国控烟减烟力度增强和民众健康意识提升，2025 年电子烟全球市场规模有望达 614 亿美元。公司收购元诚电子完善精密压铸工艺，积极卡位电子烟，目前已切入某知名电子烟品牌的精密金属结构件供应链，有望优享行业增长。

投资建议：预计公司 20-22 年净利润为 1.81、4.02、5.18 亿元，给予公司 21 年 PE=30x，对应目标价 24.9 元/股。

风险提示：行业竞争加剧、公司产品研发不及预期、5G 建设进度不及预期

投资评级

行业	机械设备/金属制品
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	14.74 元
目标价格	24.90 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	483.26
流通 A 股股本(百万股)	473.87
A 股总市值(百万元)	7,123.32
流通 A 股市值(百万元)	6,984.89
每股净资产(元)	4.31
资产负债率(%)	57.62
一年内最高/最低(元)	18.55/7.50

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
俞文静	联系人
yuwenjing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,408.32	2,127.27	3,112.10	4,377.79	5,737.55
增长率(%)	11.24	(11.67)	46.30	40.67	31.06
EBITDA(百万元)	496.16	354.99	399.35	650.18	782.22
净利润(百万元)	124.68	(184.93)	181.04	401.98	518.10
增长率(%)	(43.94)	(248.32)	197.90	122.04	28.89
EPS(元/股)	0.26	(0.38)	0.37	0.83	1.07
市盈率(P/E)	56.90	(38.37)	39.35	17.72	13.75
市净率(P/B)	3.81	4.28	4.07	3.58	3.01
市销率(P/S)	2.95	3.34	2.29	1.63	1.24
EV/EBITDA	8.75	16.41	24.16	13.31	11.91

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 精密金属制造一站式服务商，持续多元化产品拓展下游应用.....	4
2. 业绩拐点显现，5G 时代向上弹性大.....	6
2.1. 业绩短期承压，看好未来基本面向上.....	6
2.2. 智能改造降低三费，高研发投入蓄力 5G.....	7
2.3. 主流客户范围广覆盖，持续推进大客户战略.....	8
3. 金属小件转型大件顺利，5G 时代大客户战略下多点受益.....	9
3.1. 大客户品类拓展顺利，受益于 5G 通讯+ID 创新超级周期.....	9
3.2. 完成金属小件到大件转型，受益于 5G 时代金属中框主流方案渗透.....	10
3.3. 切入国内笔记本大客户，客户产品多元化顺利.....	12
3.4. 扩产持续拓宽护城河，规模效应有助于提升利润率.....	12
4. 下游应用开拓打开成长空间，持续打造新业绩增长点.....	13
4.1. 绑定全球医疗器械集团高端客户，高毛利产品提振盈利能力.....	13
4.2. 收购元诚电子+绑定大客户，积极卡位电子烟.....	14
5. 股权激励绑定核心团队，彰显公司长线发展信心.....	15
6. 投资建议.....	15
7. 风险提示.....	16

图表目录

图 2：公司国际认证体系证书.....	5
图 3：公司股权结构.....	5
图 4：2015-2019 年公司营业收入（亿元）.....	6
图 5：2015-2019 年公司各业务营收（亿元）.....	6
图 6：2015-2019 年公司总体销售毛、净利率（%）.....	7
图 7：2015-2019 年公司分产品毛利率（%）.....	7
图 8：2015-2019 年公司三费支出（亿元）.....	7
图 9：2015-2019 年公司三费支出/营业总收入（%）.....	7
图 10：2015-2018 年公司研发支出（亿元）.....	8
图 11：公司前五大客户销售收入占比（%）.....	8
图 12：苹果手机历年出货量(亿).....	10
图 13：apple pencil 拆解.....	10
图 14：iPad Pro 拆解.....	10
图 15：智能手机外壳发展史.....	11
图 16：5G 天线对应金属中框部分需要做去金属化处理，加工市场延长、工序复杂度提升.....	11
图 17：高价值的金属中框+玻璃/陶瓷方案取代低价值的金属中框+后盖方案.....	11
图 18：19Q3 中国平板电脑市场出货量及市占率.....	12
图 19：2013-2018 年产量、产能及产能利用率.....	13

图 20: 2018-2022 年全球医疗器械行业规模及预测.....	13
图 21: 科森提供的部分医疗手术器械结构件	14
图 22: 电子烟构造	15
图 23: 全球电子烟市场规模.....	15
表 1: 公司主要产品	4
表 2: 公司主要子公司经营范围	5
表 3: 公司拓展苹果产品品类	9
表 4: 2019 新款轻薄笔记本概况	12
表 5: 股权激励解锁条件.....	15
表 6: 盈利预测 (单位: 亿元; %)	16
表 7: 可比公司	16

1. 精密金属制造一站式服务商，持续多元化产品拓展下游应用

精密金属制造一站式服务商，多元化产品线。2003年，科森精密（公司前身）成立；2017年，科森科技上市。公司处于精密金属制造行业，掌握精密模具、冲压、锻压、CNC、激光切割和焊接、注塑等完备的精密金属制造服务和配套技术方法，主要产品有手机及平板电脑结构件、医疗手术器械结构件、光伏产品结构件、一般精密金属结构件，下游涵盖消费电子、医疗、新能源等领域，其中公司消费电子领域客户主要为捷普集团、富士康等；医疗领域客户主要为柯惠集团、Zimmer、强生等；新能源领域主要客户为 Solar City、IronRidge 等；此外 2018 年公司切入加热不燃烧电子烟品牌客户供应链中，继续产品品类拓展，巩固产品多元化优势。目前，公司已形成以金属应用为切入点，打通模具、刀具等上游核心环节，形成自身核心制造能力和装备水平，满足众下游行业对精密金属制造“一站式”服务要求。

表 1：公司主要产品

主要产品	产品主要分类	产品简介
手机及平板电脑结构件	静音键按键类产品	平板电脑音量按键，表面光滑、美观，边缘呈阶梯状且纹理一致，内孔螺纹精细、耐用，与其他结构件组装后无间隙
	音量键按钮基座类产品	平板电脑音量按钮基座，边缘光滑，性能稳定，耐用，不易偏移
	镜头环类产品	手机、平板电脑镜头环，在左下角和右下角铆接附件，精确度高，铆接后不易松动，镜头环外观有光泽
医疗手术器械结构件	血管切割、闭合手术器械	对血管、组织施加电外科能量和作用力，实现血管结扎操作
	组织融合开放器械	用于肠切除手术、泌尿系统手术、整形手术、妇科手术（子宫切除或手术中将组织凝固、分开）
	微创腹腔镜手术器械	用于腹腔镜外科手术，对血管/组织施加电外科能量和作用力，实现血管结扎操作
光伏产品结构件	太阳能防水板套件类产品	用于太阳能支架，产品稳定性好，支撑强度高，组装方便，不易有晃动
	太阳能升降器配件	用于太阳能支架，产品组装要求高，与其他配件组装时严丝合缝。牢固可靠，不易生锈
	太阳能互锁组装件类产品	用于太阳能支架，产品弯度要求高、稳定性好、支撑强度高、组装方便、牢固
一般精密金属结构件	汽车类产品结构件	汽车发动机结构件，强度高，耐磨性好，适用寿命长、特征复杂、加工工序多、产品后侧内孔、斜孔精度高
	电视类产品结构件	用于摄像头支架、强度高、耐磨性能好、表面光滑、美观度高、适用寿命长、上侧有转轴连接，旋转时摩擦小
	电脑类产品结构件	用于笔记本电脑内置件，增加机器强度、导电、寿命长、材料利用率高、兼容性强

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

收购、新设子公司双管齐下，保障公司业务品类拓展和效率提升。依托于收购和新设，公司不断拓展业务覆盖范围，提升生产效率。

- **科森光电：**于 2017 年由公司投资设立，于 2018 年下半年逐步进入量产，主要经营范围为液晶电视、液晶显示模组、背光模组及液晶显示相关部件研发、组装、销售，主要产品为薄膜场效应晶体管 LCD（TFT-LCD）、有机发光二极管（OLED）显示器件。
- **元诚电子：**于 2018 年被公司全资收购，旨在完善精密压铸等工艺，为公司电子烟等业务提供技术支持，主要产品为新型电子元器件、光电子器件、新型机电元件生产等。

通过收购元诚电子,公司将业务拓展至高端电子烟产品,并于 2018 年下半年里量产,打造业务营收新增长点。

- **科森智能:** 于 2018 年由公司设立,旨在设计自动化集成解决方案,以自动化生产线结合产品大数据的“硬件+软件”方式,提升生产效率和产品良率,完成自动化车间改造。

表 2: 公司主要子公司经营范围

子公司	主要经营范围
科森光电	液晶电视、液晶显示模组、背光模组及液晶显示相关部件研发、组装、销售,并提供相关技术服务;液晶屏全自动生产线、物联网软、硬件研发、销售,薄膜场效应晶体管 LCD (TFT-LCD)、有机发光二极管 (OLED) 显示器件及关键部件生产
元诚电子	新型电子元器件、光电子器件(光学感应器电路板)、新型机电元件生产;笔记本电脑用五金件研发、生产;精冲模、精密型腔模、模具标准件生产;铝镁和锌的新型合金材料制品、高性能复合材料及制品、不锈钢材料制品、金属冲压件、移动通信设备零部件、便携式微型计算机相关零部件的研发、生产、加工
科森智能	智能装备、工业机器人、自动化设备、机械设备、精密模具治具、涂装设备、机电设备的加工、销售、租赁及技术开发、技术服务;自动化设备领域内的技术开发、技术咨询、技术转让

资料来源:公司 2018 年年报,招股说明书,wind,天风证券研究所

掌握多项核心技术,通过严格认证体系,奠定良好技术基础。立足自主研发,公司具备独立从事精密金属制造服务的开发、设计、生产等技术力量,并形成了完善的制造技术体系,在消费电子、医疗器械等领域拥有多项核心技术。截至 2019 年,公司已获授权专利超过 200 项,其中发明专利 50 余项。;目前公司已通过严格的 ISO9001、ISO13485、ISO/TS16949、ISO14001 认证体系和 ROHS 认证,并成为世界知名 500 强企业某医疗集团“2013 年度全球供应商质量大奖”和“2014 年度医疗器械类质量大奖第一名”。

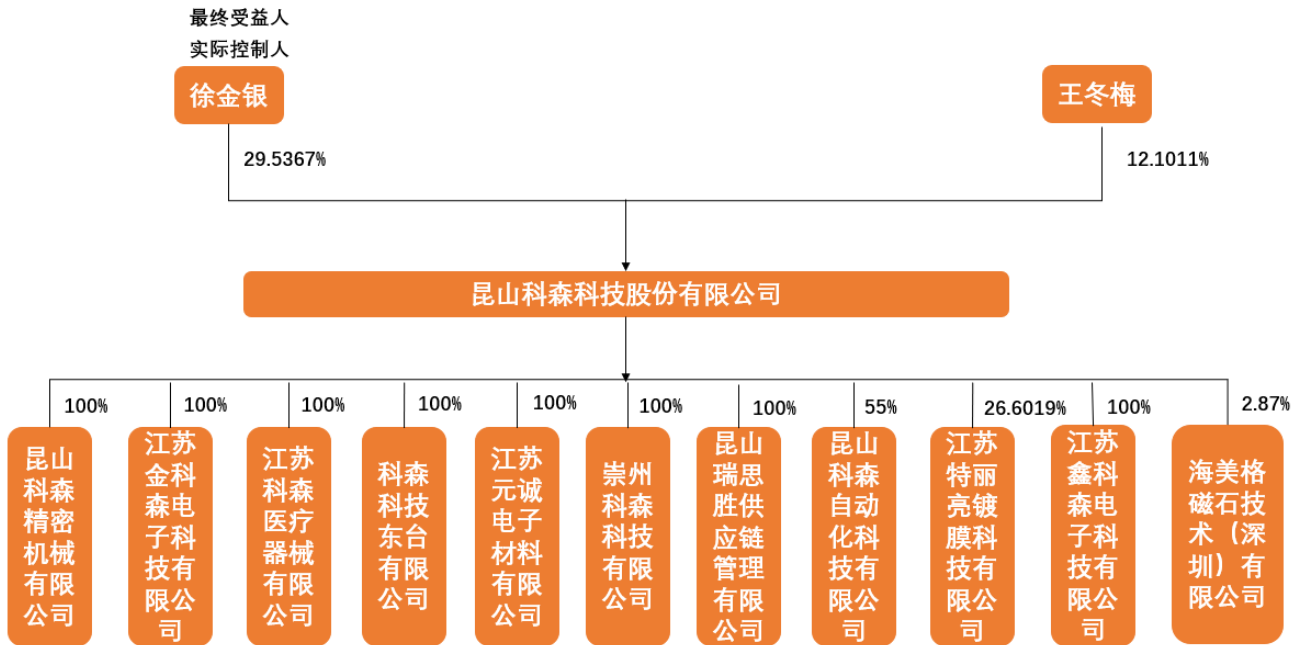
图 1: 公司国际认证体系证书



资料来源:公司官网,天风证券研究所

公司股权集中,股权架构清晰。公司股份股权较为集中,徐金银持股 29.54%,为最终受益人、实际控制人,王冬梅持股 12.10%。同时,公司下有 11 家子公司,涵盖消费电子、医疗、电子烟等下游领域,助力公司各项业务高速发展。

图 2: 公司股权结构



资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 业绩拐点显现，5G 时代向上弹性大

2.1. 业绩短期承压，看好未来基本面向上

营收：业绩拐点显现，看好未来基本面上行。整体看，15-19 年公司营业收入由 10.9 亿元增长至 21.27 亿元，CAGR+18.19%，净利润由 1.98 亿元下滑至-1.91 亿元，主要原因公司固定成本增加、产品降价、新项目开发投入增加、存货跌价等。我们判断随着内外多因素改善，外：20 年 5G 换机提振销量+下游高景气；内：自动化改造+大客户拓展顺利，公司业绩拐点显现，5G 时代业绩向上弹性大。分主营业务板块来看：

- **手机及平板电脑结构件：**2015-2019 年，业务收入由 9.18 亿元增长至 17.68 亿元，占比由 84.22%波动下滑至 83.12%，主要原因是消费电子产品渗透率提升，同时公司绑定头部客户，享受消费电子行业集中度提升红利；
- **医疗手术器械结构件：**2015-2019 年，业务收入由 0.48 亿元增长至 1.49 亿元，占比由 4.40%提升至 7.01%，主要原因是公司近几年来顺利导入美敦力供应链，以及国际医疗器械巨头在国内的布局加速；
- **光伏产品结构件：**2015-2018 年，业务收入由 0.70 亿元下滑至 0.13 亿元，占比由 6.42%下滑至 0.54%，其中 18 年业务收入降幅达到 70.55%，主要原因是受到国外加征关税影响；
- **一般精密金属结构件：**2015-2019 年，业务收入由 0.29 亿元增长至 1.46 亿元，占比由 2.66%增长至 6.86%；

图 3：2015-2019 年公司营业收入（亿元）

图 4：2015-2019 年公司各业务营收（亿元）



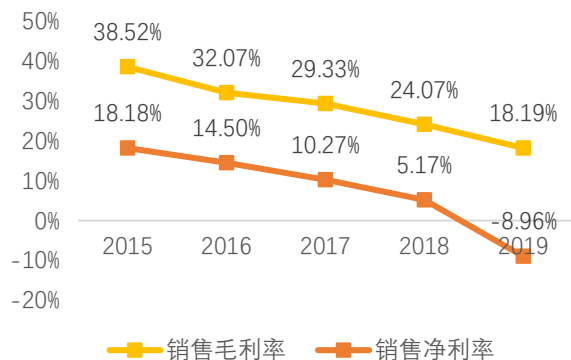
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

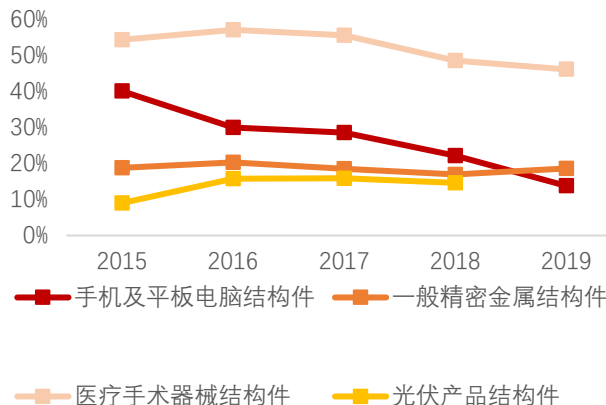
毛利率承压，整体仍保持 18%以上，判断未来行业景气度向上+产能利用率提升+自动化改造，盈利能力有望企稳回升。整体来看，2015-2019 年，公司销售毛利率由 38.52% 下滑至 18.19%，销售净利率由 18.18% 下滑至 -8.96%，主要原因是公司产品进行例行降价+ 固资折旧成本费用增加。未来 5G 开工率提升，规模效应下折旧摊薄，叠加公司生产线自动化改造，成本端预计将大幅度改善。分业务看，2015-2019 年，医疗手术器械结构件为产品毛利率最高的业务，由 54.26% 波动下滑至 46.05%，主要原因是产品结构有所变化；手机及平板电脑结构件毛利率由 40.02% 下滑至 13.77%，主要原因是客户采购量下跌；一般精密金属结构件毛利率由 18.76% 下滑至 18.58%，主要原因是产品工艺较为简单且附加值较低，竞争激烈。

图 5: 2015-2019 年公司总体销售毛、净利率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 2015-2019 年公司分产品毛利率 (%)



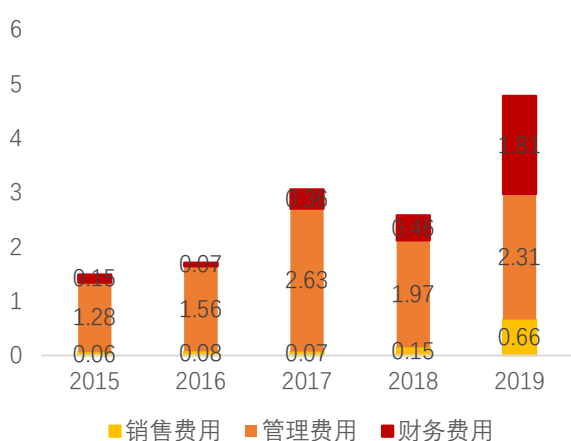
资料来源: wind, 天风证券研究所

2.2. 智能改造降低三费，高研发投入蓄力 5G

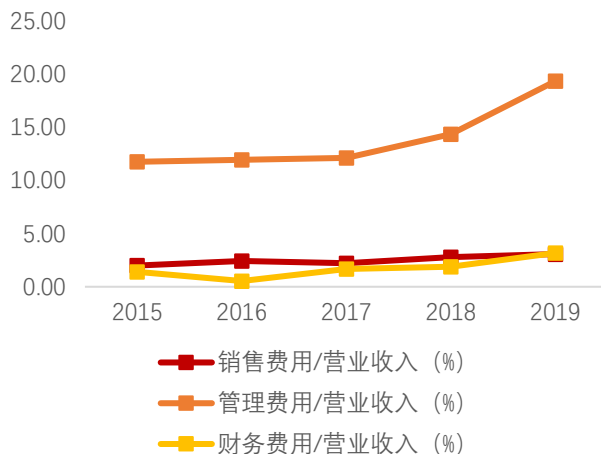
智能改造生产线，改善费用端，提升未来盈利水平。2015-2019 年，公司三费合计支出由 1.49 亿元增长至 4.78 亿元，占比由 15.19% 提升至 25.64%，主要原因是公司投资增加引起利息支出增加。细看三费变化：2015-2019 年，公司销售费用支出由 0.06 亿元增长至 0.66 亿元，占比由 2% 提升至 3.08%，管理费用由 1.28 亿元增长至 2.31 亿元，占比由 11.78% 提升至 19.38%，财务费用由 0.15 亿元增长至 1.81 亿元，占比由 1.41% 提升至 3.18%。

图 7: 2015-2019 年公司三费支出 (亿元)

图 8: 2015-2019 年公司三费支出/营业总收入 (%)



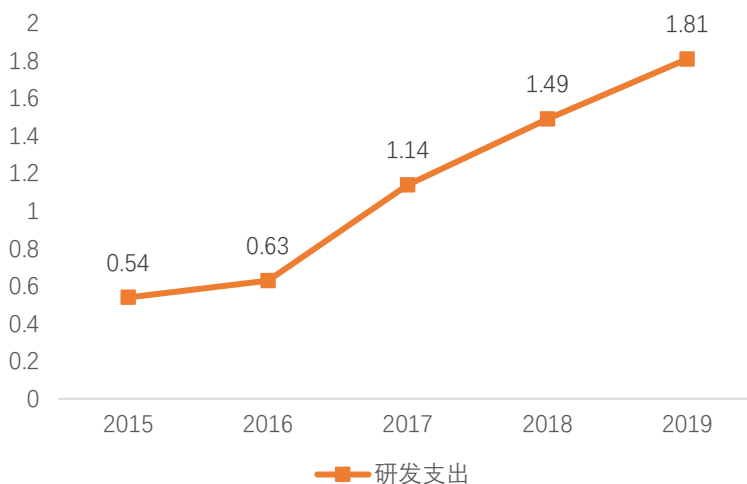
资料来源：wind, 天风证券研究所



资料来源：wind, 天风证券研究所

研发：持续研发高投入，蓄力 5G 时代。2015-2019 年，公司研发支出由 0.54 亿元增长至 1.81 亿元，持续加大研发投入，瞄准市场前沿，优化产品结构同时蓄力 5G，提高自身科技创新能力，保证产品性价比，形成自身核心竞争力。截至 19 年底，公司已获授权专利超过 200 项，其中发明专利 50 余项。

图 9：2015-2018 年公司研发支出（亿元）

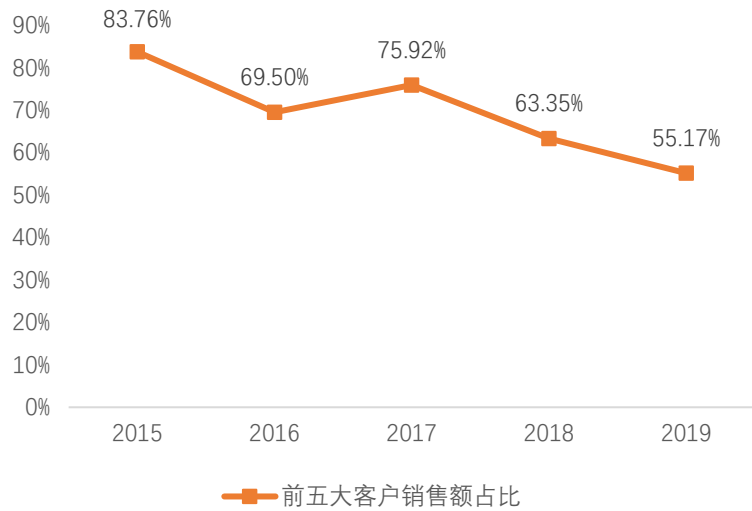


资料来源：wind, 天风证券研究所

2.3. 主流客户范围广覆盖，持续推进大客户战略

客户范围广泛覆盖各领域龙头企业，降低客户依赖程度。2015-2019 年，公司前五大客户销售额占比由 83.76% 下滑至 55.17%，客户集中风险进一步降低。公司已取得的供应商资格有：手机及平板电脑结构件方面：苹果、捷普、鸿海、蓝思科技、伯恩光学等知名手机终端/EMS 厂商及英顺达、仁宝、广达、和硕、赫比等知名电脑终端 EMS 厂商；医疗手术结构件方面：强生、五洋、康迪等；光伏结构件方面：Solar City、IronRidge 等；其他结构件方面：思达耐、立讯精密等。

图 10：公司前五大客户销售收入占比 (%)



资料来源：招股说明书，公司各年年报，天风证券研究所

3. 金属小件转型大件顺利，5G 时代大客户战略下多点受益

3.1. 大客户品类拓展顺利，受益于 5G 通讯+ID 创新超级周期

大客户品类拓展顺利，切入手机中框供应链完成小件到大件的华丽转型。公司于 2012 年通过捷普为苹果 iPad 产品提供静音键按键、镜头环等平板电脑结构件，随后公司持续开展贯彻大客户战略，优势持续拓展，目前公司为苹果提供的产品已拓展到 iPhone、iPad、iPad Pencil 等。值得注意的是，17 年公司切入 iPhone 不锈钢/铝合金中框供应链(“精锻+CNC”工艺不锈钢中框)，标志着公司在消费电子领域由外观小件领域顺利切入大件领域，打开成长空间。

表 3: 公司拓展苹果产品品类

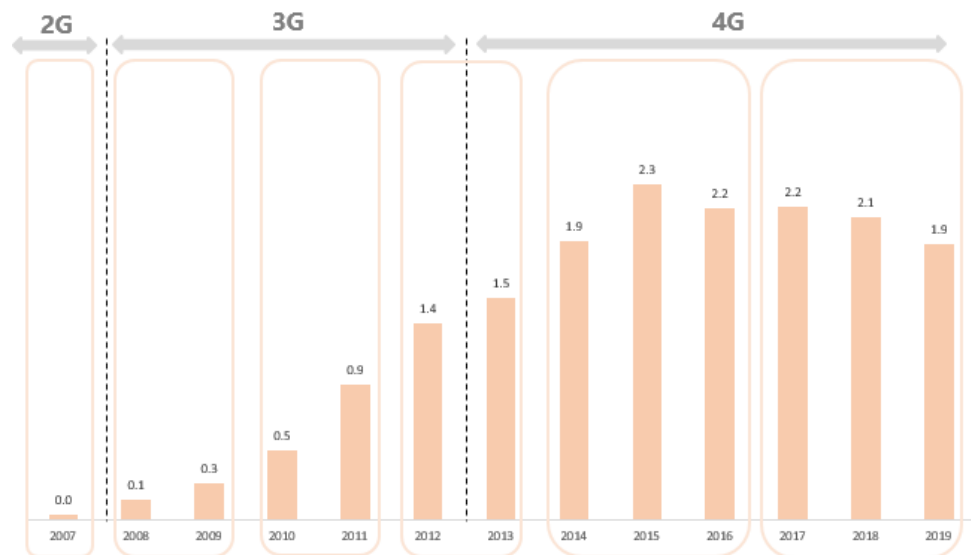
年度	主要产品	对应主要终端产品	占手机及平板电脑结构件产品比例
2012	静音键按钮/镜头环类产品	iPad Mini、iPad 4	77.86%
	背光条类产品	iPad Mini	
2013	静音键按钮/镜头环类产品	iPad Mini 2、iPad Air	77.73%
	背光条类产品	iPad Mini	
2014	静音键按钮/背光条类/按键类/数据线接口类产品	iPad Mini 3	78.94%
	按键类/数据线接口类产品	iPad Air 2	
	标志类产品	Apple Air Port Express 路由器、iPhone 6/6 Plus	
2015	标志类/按键类/数据线接口类/中板类/触点类产品	12.9 英寸 iPad Pro	95.02%
	标志类/背光条/按键类/数据线接口类/中板类产品	iPad Mini4	
	智能笔配件产品	Apple Pencil	
2016H1	中板类/后盖类产品	iPhone 6S/6S Plus	95.43%
	标志类/按键类/数据线接口类/中板类/触点类产品	9.7 英寸 iPad Pro	
	中板类/后盖类/标志类产品	iPhone 7/7 Plus	
	智能笔配件产品	Apple Pencil	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

受益于大客户手机 5G 通讯+ID 创新超级周期，公司产品量价均受益。持续看好 2020 年苹果旗下多条产品线(主要为手机、AirPods)出货情况及供应链公司业绩增长，公司有望受益于手机量增长；我们认为苹果 20 年 Q1 手机库存同比减少，去库存压力较小；此外，预计在 Q1 春季发布 SE 2 以及在下半年则预计推出多款 5G 新机型，判断 20 年苹果将进入通

讯+ID 创新的超级周期，销量有望同比修复 20%+：1) 进入新通讯周期 5G；2) 苹果历年 ID 创新 2 年→3 年，2020 年 ID 大改：为了搭载支持毫米波的 AiP，iPhone 12 有望回归 iPhone 4 的方形圆角边框；2) 除了 ID 大改外，预计光学等硬件创新升级；参考 15 年 4G 渗透苹果手机销量，综合 ID+通讯创新等因素，判断 20 年苹果手机有望达到 15 年的出货值 2.3 亿，同比增长 20%+。价的方面，手机 ID 创新有望提振产品价格 (如沿用先前 ID 设计的话价格也会沿用且进行季度降价)，此外，公司已经完成技术的研发，产品量产后有望平滑固定成本，进一步提高盈利能力。

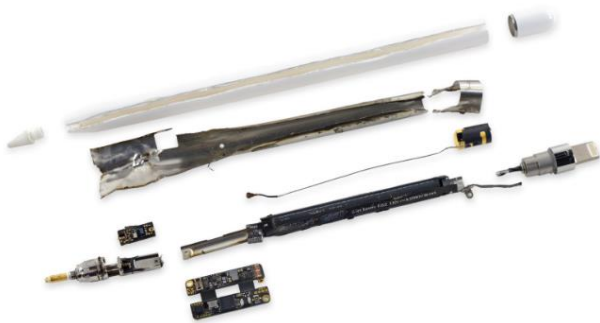
图 11：苹果手机历年出货量(亿)



资料来源：IDC、天风证券研究所整理

看好苹果多产品线成长，公司供应链地位稀缺有望持续受益。除了手机外，公司还切入大客户 iPad、iPad Pencil、MacBook 等。公司已经完成技术研发，包括笔记本电脑转轴（铰链）在内的产品顺利进入量产阶段，技术门槛高供应链地位稀缺，未来有望受益于产品创新拉动下价和量的增长，具体看 1) 2019 年 iPad 出货量达 4990 万台，yoy+15.2%，市占率 34.6%，全球第一。此外 20 年苹果将发布一款搭载 ToF 的 iPad Pro，创新有望带动量价提升；2) Mac 于 2019 年市占率全球第四，市占率 6.6%；3) Apple Pencil 助力 iPad 生产力的提升，Apple Pencil 笔借助蓝牙技术以及笔尖和触控技术感知位置和力度以及角度，实现最大限度的笔迹还原，做到零延迟，有望与 iPad 相辅相成拉动销量增长。

图 12：apple pencil 拆解



资料来源：ifixit、天风证券研究所

图 13：iPad Pro 拆解



资料来源：快科技、天风证券研究所

3.2. 完成金属小件到大件转型，受益于 5G 时代金属中框主流方案渗透

5G+无线充电加速“去金属化”，金属中框+玻璃/陶瓷成为主流方案。4G 时代现存中框后盖方案有：塑料、金属、金属中框（铝合金/不锈钢）+玻璃后盖、金属中框+陶瓷。5G 时

代中框后盖被动革新，结构件“去金属化”，金属中框（铝合金/不锈钢）+玻璃/陶瓷为5G手机主要方案。1) 金属对于电磁波的吸收很强、有屏蔽干扰等影响，5G高频信号频率高波长短，天线信号无法穿透金属完成通信功能，覆盖天线部位的手机外壳（手机上下端、边框两侧）应该使用非金属材质；2) 无线充电技术主要是通过磁共振、电场耦合、磁感应和微波无线传输技术实现，由于金属机壳对电磁场有屏蔽和吸收的作用，会影响无线充电的传输效率，手机要实现无线充电功能必须采用非金属后盖。3) 塑胶硬度和耐磨性不够，且成本低廉，不符合消费者审美倾向。

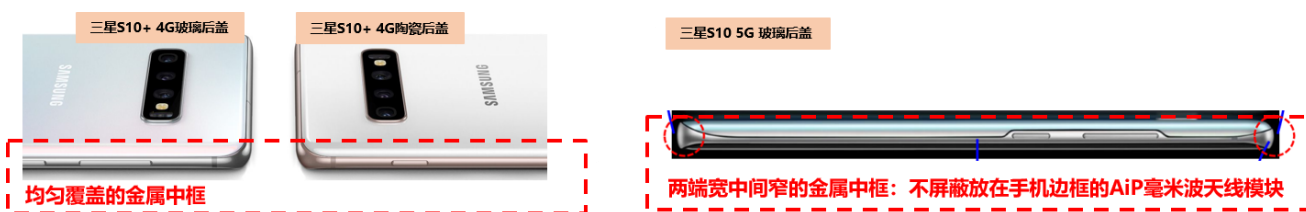
图 14：智能手机外壳发展史



资料来源：立鼎产业研究网，天风证券研究所

5G时代金属材料量价双升逻辑。从量看：金属中框为5G手机结构件主流方案，将会受益于5G渗透智能手机出货同比修复。从价格看：1) 5G天线对应金属中框部分需要做去金属化处理，加工时间延长、工序复杂度提升、价值量提升；2) 4G时代的金属中框+后盖方案不再使用，金属中框+玻璃/陶瓷方案取而代之，价值量从50~150元提升至>180元。

图 15：5G 天线对应金属中框部分需要做去金属化处理，加工市场延长、工序复杂度提升



资料来源：三星官网、天风证券研究所

图 16：高价值的金属中框+玻璃/陶瓷方案取代低价值的金属中框+后盖方案

机型						
	华为畅享9plus	麦芒7	荣耀V10	OPPO Find 9	华为Mate 20	小米Mix 2
中框	塑料	金属中低端CNC混合方案	金属高端CNC混合方案	金属一体成型	金属	金属
后盖					玻璃	陶瓷
价格(元)	20~30	50-70	70-100	150-200	~180	>250

资料来源：立鼎产业研究网，天风证券研究所

3.3. 切入国内笔记本大客户，客户产品多元化顺利

切入国内笔记本大客户，多元化客户优化结构。公司掌握了精密模具、冲压、锻压、切削、压铸、CNC、真空镀膜、阳极氧化、金属粉末注射成型、激光切割和焊接、注塑等一整套完备的精密金属制造服务和配套技术方法，满足众多行业对精密金属制造“一站式”服务的要求。在为客户缩短产品上市时间、降低产品开发成本、增加产品美观度等方面具有较强的竞争优势。目前国内客户厂商笔记本逐步高端化+轻薄化升级，铝/镁合金材质/一体机身设计有望成为主流，公司目前已经切入国内大客户华为为笔记本产业链，华为于16年进入笔记本领域，发展迅猛，据IDC，华为已于19Q3出货量占据中国平板电脑市场第一位置，约212万台，同比增长24.4%，出货量市场份额占比37.4%。未来有望享受华为为笔记本的高成长、持续渗透国内笔记本客户，客户产品多元化顺利。

表4：2019新款轻薄笔记本概况

序号	品牌	型号	材质	重量	整机厚度
1	联想	小新 Air 13.3 英寸	铝合金	1.25kg	14.8mm
2	惠普	战 66 二代 14 英寸	铝合金	1.60kg	17.95mm
3	戴尔	灵越 7590 15.6 英寸	镁铝合金	1.59kg	17.94mm
4	苹果	Macbook 13.3 英寸	铝合金	1.37kg	14.9mm
5	华硕	灵耀 Deluxe 14 英寸	铝合金	1.19kg	15.9mm
6	宏基	Swift5 14 英寸	镁锂合金	0.97kg	14.9mm
7	微软	SurfaceLaptop2 14 英寸	铝合金	1.25kg	14.47mm
8	华为	MateBook X Pro 13.9 英寸	铝合金	1.33kg	14.6mm
9	小米	Redmibook 14 英寸	铝合金	1.5kg	17.95mm
10	机械革命	S1 Pro 14 英寸	铝合金	1.5kg	18.4mm

资料来源：聚展网、天风证券研究所

图 17：19Q3 中国平板电脑市场出货量及市占率

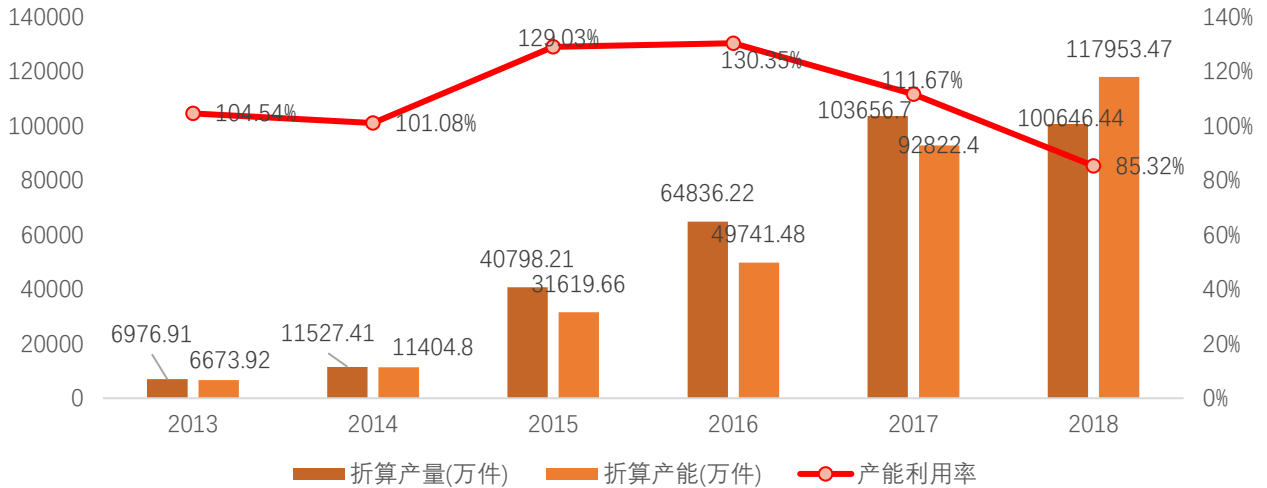
厂商	2019Q3出货量 (单位:万台)	2019Q3市场份额	2018Q3出货量 (单位:万台)	2018Q3市场份额	2019Q3同比增幅
1.华为	212	37.4%	170	30.5%	24.4%
2.苹果	192	33.8%	171	30.6%	12.2%
3.小米	34	5.9%	64	11.5%	-47.4%
4.联想	23	4.0%	27	4.8%	-15.9%
5.微软	14	2.4%	11	2.0%	21.6%
其他	93	16.5%	115	20.7%	-19.1%
合计	567	100.0%	559	100.0%	1.4%

资料来源：IDC、天风证券研究所

3.4. 扩产持续拓宽护城河，规模效应有助于提升利润率

扩产持续拓宽护城河，规模效应有助于提升利润率。17年科森首次IPO拟募集资金9.2亿元，扩产年产消费电子精密金属结构件9000万件、医疗手术器械结构件450万件及年产高精密电子产品金属件9500万件。18年科森可转债募资6.1亿元用于扩产年产2亿件精密金属结构件，截至2019年12月项目已全部完成。截至18年公司年产能能为117953.47万件，16-18年均复合增长53.99%。随着5G时代到来，下游景气度回升，公司产能充足有望充分满足下游增长需求，此外，随着规模效应的提升，可进一步摊薄平均成本，提高盈利能力。

图 18： 2013-2018 年产量、产能及产能利用率



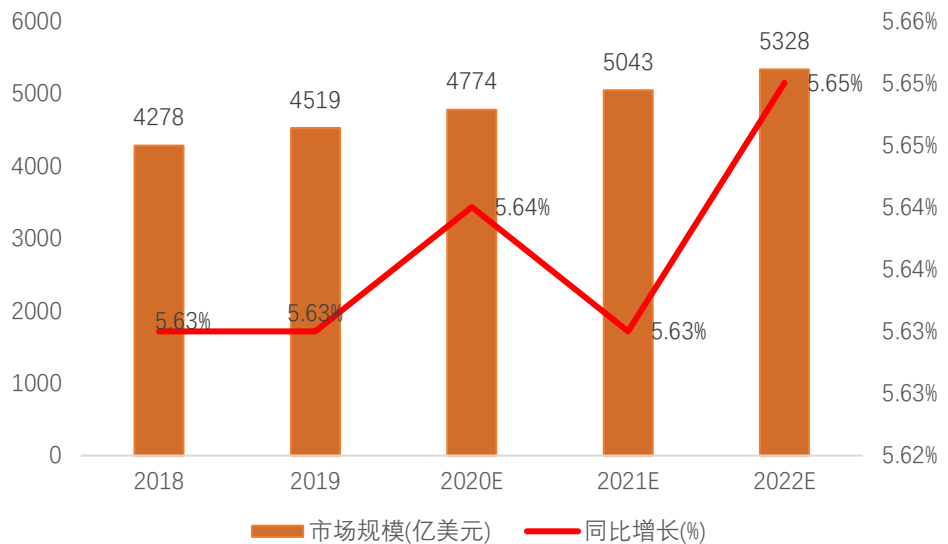
资料来源：公司可转债募集说明书，天风证券研究所

4. 下游应用开拓打开成长空间，持续打造新业绩增长点

4.1. 绑定全球医疗器械集团高端客户，高毛利产品提振盈利能力

医疗器械行业发展迅速，市场潜力较大。医疗器械行业上游为医疗器械结构件、医用原材料、加工商及第三方服务等，其中精密金属制造主要为医疗领域提供微创手术刀片、刀杆、刀柄、止血钳等微创手术器。微创手术器械对精密金属制造商的加工设备、加工效率、加工精度具有极高的要求，客户门槛较高。随着近年来医疗器械技术取得不断突破，各国对于医疗服务的需求将明显提高，其中美国稳居行业龙头地位，其医疗器械行业销售收入在全球占比超过了30%。全球医疗器械市场空间潜力较大，据 Evaluate MedTech，2022年全球医疗器械行业规模将达5328亿美元，将进一步刺激精密结构器件需求。

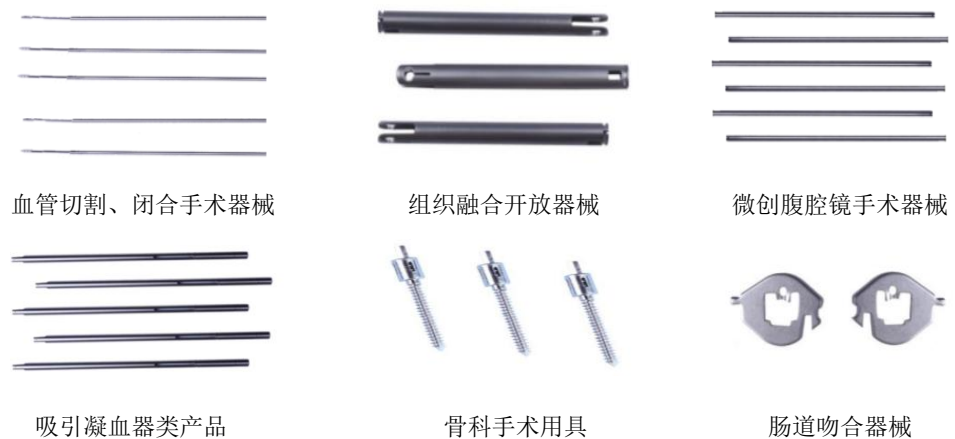
图 19： 2018-2022 年全球医疗器械行业规模及预测



资料来源：艾媒咨询，Evaluate MedTech，天风证券研究所

绑定全球医疗器械集团高端客户，高毛利产品助力公司成长。公司自 2014 年起，连续两年获得柯惠集团颁发的年度全球供应商质量大奖。14 年全美第二医疗器械公司美敦力收购柯惠，公司切入美敦力供应链，成为美敦力全球仅有的 7 家战略供应商之一，未来有望持续受益于高端客户资源优势，实现业绩稳健增长。公司 18 年设立科森医疗，配备独立的专业人才团队，持续提升医疗器械领域核心竞争力和业绩规模。公司医疗手术结构件 19 年营收增幅达 21.19%，为毛利率最高的产品(13-19 年维持在 46%以上)，有望成下一个重要业务增长点。

图 20：科森提供的部分医疗手术器械结构件

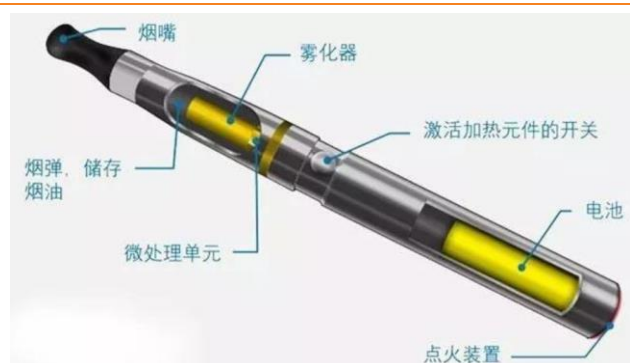


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.2. 收购元诚电子+绑定大客户，积极卡位电子烟

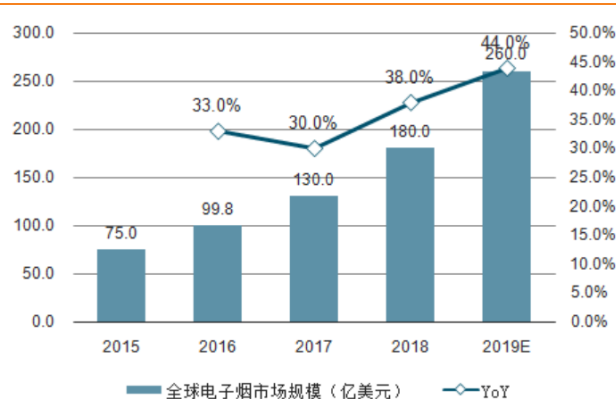
电子烟景气度高，持续打开精密结构件市场空间。电子烟主要包括传统雾化电子烟（又称蒸汽式电子烟）和新型加热不燃烧电子烟。从结构来看，电子烟的四大核心要素：烟油、控制芯片、雾化器、电池，上游主要参与者主要为芯片设计、烟油、电池、导油棉、发热线、五金塑料等基础材料供应商，其中精密金属结构制造主要为电子烟烟具提供金属结构件支架、外壳等产品。近年来电子烟制品增长迅速、潜力较大，18 年全球约有 11 亿人有抽烟习惯，随着各国控烟减烟力度的增强和民众对健康的关注，电子烟有望进一步渗透，据 Research and Markets，电子烟全球市场规模至 2025 年有望达到 614.00 亿美元，2016-2025 年复合增长率为 18.99%，电子烟的高景气有望打开精密结构件市场空间。

图 21：电子烟构造



资料来源：kknews、天风证券研究所

图 22：全球电子烟市场规模



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

收购元诚电子完善精密压铸工艺，积极卡位电子烟。公司于 18 年收购昆山元诚电子材料有限公司，进一步完善了精密压铸等工艺(压铸具有尺寸精度高、节省原材、生产效率高等优势，是最先进的金属成型方法之一)，为公司新的加热不燃烧方式电子烟等业务提供技术支持。公司目前已经切入某知名电子烟品牌开发配套的精密金属结构件供应链，从行业格局来看，加热不燃烧门槛高竞争格局少，国际烟草巨头公司菲莫国际生产的第一款加热不燃烧电子烟—IQOS 问世后占据了全球领先地位，公司捆绑大客户有望优先受益行业增长，协同效应下有望积极打造新的业务增长点。

5. 股权激励绑定核心团队，彰显公司长线发展信心

股权激励绑定核心团队，彰显公司长线发展信心。公司于 19 年底发布股权激励计划，计划拟授予激励对象的限制性股票数量为 1075.8 万股，占公告日公司股本总额的 2.61%，本激励计划涉及的激励对象包括公司高级及中层管理人员共计 47 人。首次授予的限制性股票在授予日起满 1 年后分三期解除限售，每期解除限售的比例分别为 40%、30%和 30%，激励计划业绩考核标准为：20-22 年营收不低于 30/40/49.2 亿元，净利润不低于 2/3/4 亿元。

表 5：股权激励解锁条件

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	公司满足下列两个条件之一：以 2018 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 60%；以 2018 年营业收入为基数，2020 年营业收入增长率不低于 25%
第二个解除限售期	公司满足下列两个条件之一：以 2018 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 140%；以 2018 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 65%
第三个解除限售期	公司满足下列两个条件之一：以 2018 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 220%；以 2018 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 105%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

6. 投资建议

精密金属一站式提供商，判断 5G 时代内外因素改善下，业绩到达拐点，5G 时代业绩弹性大。公司具备精密金属制造“一站式”服务能力，其以消费电子为核心，持续拓展产品品类，提供产品覆盖手机及平板电脑结构件、医疗手术器械结构件、光伏产品结构件、一般精密金属结构件等，产品应用于苹果、华为、联想、索尼、强生、谷歌等主流客户。19 年由于行业创新放缓+研发投入大量不及预期+存货计提导致短期承压，我们判断随着内外多因素改善，外：苹果 20 年进入 5G 通讯/iD 创新超级周期+国内笔记本客户拓展顺利+电子烟下游高景气；内：自动化改造+大客户拓展顺利，公司业绩拐点显现，5G 时代业绩向上弹性大。预计公司 20-22 年营收分别为 31.12、43.78、57.38 亿元，yo+46.30、40.67、

31.06%，净利润为 1.81、4.02、5.18 亿元。估值方面，选取 A 股上市公司长盈精密、领益智造、信维通信、立讯精密进行对比，可比公司 21 年 PE 均值为 31.63，考虑公司细分市场占有率高以及所处行业的成长性，给予公司 21 年 PE=30x，对应目标价 24.9 元/股，120 亿元市值。

表 6：盈利预测（单位：亿元；%）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	24.08	21.27	31.12	43.78	57.38
yoy	11.24%	-11.67%	46.30%	40.67%	31.06%
手机及平板电脑结构件	20.58	17.68	20.00	26.55	33.28
yoy	9%	-14%	13%	33%	25%
一般精密金属结构件	1.28	1.46	8.05	12.90	18.15
yoy	39%	14%	451%	60%	41%
医疗手术器械结构件	1.23	1.49	2.24	3.24	4.54
yoy	60%	21%	50%	45%	40%
其他业务	0.86	0.64	0.83	1.08	1.41
yoy	37%	-26%	30%	30%	30%

资料来源：wind，天风证券研究所

表 7：可比公司

标的	EPS（元/股）			PE		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
长盈精密	0.66	0.96	1.29	39.44	26.84	20.10
领益智造	0.36	0.50	0.62	33.48	24.51	19.70
信维通信	1.45	1.99	2.49	43.18	31.44	25.17
立讯精密	0.97	1.31	1.69	59.30	43.71	34.02
平均值	1.86	1.19	1.52	43.85	31.63	24.75

资料来源：wind，天风证券研究所

7. 风险提示

- 行业竞争加剧：公司所处行业竞争激烈，存在竞争加剧的可能性；
- 公司产品研发不及预期：产品研发需要一定时间，存在研发不及预期的可能性；
- 5G 建设进度不及预期：疫情导致停工停产，对 5G 进度有一定干扰。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	631.14	116.16	248.97	350.22	459.00
应收票据及应收账款	1,364.95	1,022.69	2,072.03	2,313.85	3,434.29
预付账款	15.99	12.28	20.67	28.77	35.77
存货	314.97	191.50	367.43	498.74	545.05
其他	105.33	95.45	144.58	101.83	160.13
流动资产合计	2,432.39	1,438.08	2,853.68	3,293.42	4,634.25
长期股权投资	0.00	132.50	132.50	132.50	132.50
固定资产	1,899.96	2,187.36	2,335.43	2,403.88	2,411.56
在建工程	398.55	579.66	383.79	278.28	196.97
无形资产	150.08	178.26	171.47	164.69	157.90
其他	80.09	82.11	62.81	68.61	66.08
非流动资产合计	2,528.69	3,159.90	3,086.02	3,047.96	2,965.00
资产总计	4,961.08	4,597.97	5,939.69	6,341.38	7,599.25
短期借款	1,092.76	1,022.83	2,118.70	1,341.03	2,045.37
应付票据及应付账款	928.22	1,050.80	1,109.40	2,106.84	2,215.90
其他	222.04	95.59	162.13	192.27	172.80
流动负债合计	2,243.02	2,169.23	3,390.23	3,640.15	4,434.08
长期借款	111.14	108.64	309.23	90.00	191.16
应付债券	502.99	446.52	316.50	422.01	395.01
其他	152.76	172.73	130.62	152.04	151.80
非流动负债合计	766.90	727.90	756.35	664.04	737.97
负债合计	3,009.92	2,897.12	4,146.58	4,304.19	5,172.05
少数股东权益	86.58	42.27	43.87	48.78	57.53
股本	415.58	423.81	483.26	483.26	483.26
资本公积	713.70	760.97	760.97	760.97	760.97
留存收益	1,395.93	1,155.04	1,265.98	1,505.14	1,886.42
其他	(660.62)	(681.25)	(760.97)	(760.97)	(760.97)
股东权益合计	1,951.16	1,700.85	1,793.11	2,037.19	2,427.20
负债和股东权益总	4,961.08	4,597.97	5,939.69	6,341.38	7,599.25

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	124.46	(190.53)	181.04	401.98	518.10
折旧摊销	179.22	240.75	114.58	123.86	130.42
财务费用	67.73	80.28	120.03	128.83	120.91
投资损失	(1.70)	4.50	(2.00)	(2.00)	(2.00)
营运资金变动	(3.32)	142.58	(1,227.45)	706.03	(1,125.38)
其它	(38.37)	66.39	1.68	5.00	8.94
经营活动现金流	328.03	343.97	(812.12)	1,363.70	(349.01)
资本支出	1,024.59	847.08	102.12	58.58	50.24
长期投资	0.00	132.50	0.00	0.00	0.00
其他	(2,120.33)	(1,532.53)	(160.12)	(136.58)	(98.24)
投资活动现金流	(1,095.74)	(552.95)	(58.00)	(78.00)	(48.00)
债权融资	1,796.89	1,578.00	2,791.41	1,898.70	2,662.42
股权融资	10.27	14.42	(140.30)	(128.83)	(120.91)
其他	(845.59)	(1,906.33)	(1,648.18)	(2,954.31)	(2,035.72)
筹资活动现金流	961.57	(313.91)	1,002.93	(1,184.44)	505.79
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	12.00
现金净增加额	193.86	(522.89)	132.81	101.26	120.78

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,408.32	2,127.27	3,112.10	4,377.79	5,737.55
营业成本	1,828.56	1,740.33	2,320.07	3,261.46	4,245.78
营业税金及附加	14.75	18.28	15.56	21.01	27.54
营业费用	66.87	65.61	70.96	100.69	126.23
管理费用	196.60	231.16	267.64	262.67	384.42
研发费用	149.50	181.03	172.10	227.65	332.78
财务费用	45.87	67.73	120.03	128.83	120.91
资产减值损失	(15.12)	(50.01)	(17.00)	(20.00)	(17.00)
公允价值变动收益	0.00	(0.28)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.70	(4.50)	2.00	2.00	14.00
其他	(6.92)	94.75	(4.00)	(4.00)	(28.00)
营业利润	126.51	(216.82)	164.75	397.49	530.90
营业外收入	12.37	21.93	30.00	37.00	30.00
营业外支出	1.41	8.34	2.00	2.00	2.00
利润总额	137.48	(203.22)	192.75	432.49	558.90
所得税	13.02	(12.69)	10.02	25.52	31.86
净利润	124.46	(190.53)	182.72	406.98	527.04
少数股东损益	(0.22)	(5.60)	1.68	5.00	8.94
归属于母公司净利润	124.68	(184.93)	181.04	401.98	518.10
每股收益(元)	0.26	(0.38)	0.37	0.83	1.07

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	11.24%	-11.67%	46.30%	40.67%	31.06%
营业利润	-48.88%	-271.38%	-175.98%	141.27%	33.56%
归属于母公司净利润	-43.94%	-248.32%	197.90%	122.04%	28.89%
获利能力					
毛利率	24.07%	18.19%	25.45%	25.50%	26.00%
净利率	5.18%	-8.69%	5.82%	9.18%	9.03%
ROE	6.69%	-11.15%	10.35%	20.22%	21.86%
ROIC	7.38%	-4.60%	8.76%	11.59%	17.48%
偿债能力					
资产负债率	60.67%	63.01%	69.81%	67.87%	68.06%
净负债率	59.75%	85.95%	141.79%	76.01%	90.78%
流动比率	1.08	0.66	0.84	0.90	1.05
速动比率	0.94	0.57	0.73	0.77	0.92
营运能力					
应收账款周转率	1.90	1.78	2.01	2.00	2.00
存货周转率	9.95	8.40	11.14	10.11	10.99
总资产周转率	0.57	0.45	0.59	0.71	0.82
每股指标(元)					
每股收益	0.26	-0.38	0.37	0.83	1.07
每股经营现金流	0.68	0.71	-1.69	2.83	-0.73
每股净资产	3.87	3.45	3.62	4.11	4.90
估值比率					
市盈率	56.90	-38.37	39.35	17.72	13.75
市净率	3.81	4.28	4.07	3.58	3.01
EV/EBITDA	8.75	16.41	24.16	13.31	11.91
EV/EBIT	13.64	49.74	33.88	16.44	14.30

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com