

三季度增长明显，未来终端市场需求有望打开业绩规模天花板

买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	776	985	1,293	1,603
同比 (%)	1.7%	27.0%	31.3%	24.0%
归母净利润 (百万元)	123	191	273	345
同比 (%)	-12.7%	55.3%	43.3%	26.2%
每股收益 (元/股)	0.44	0.68	0.97	1.23
P/E (倍)	66.50	42.82	29.88	23.67

投资要点

- 段落提要：**10月27日，中石科技公布2020年第三季度业绩报告：前三季度实现营业收入7.68亿元，同比增长52.44%，前三季度实现扣非后净利润1.29亿元，同比增长79.73%。
- 大客户份额提升驱动公司业绩稳步向上：**中石科技2020Q3业绩稳步增长，实现总营收3.72亿元，同比增长47.87%，实现归母净利润0.72亿元，同比上升48.32%。主要原因为报告期内，在国内外主要大客户供货份额的提升，销售收入较去年同期有较大幅度增长。因销售收入同比获得大幅度增长，公司产能利用充足，形成规模效应。同时受益于下游智能手机、平板电脑和智能可穿戴等终端需求。我们认为，随着公司在海外大型手机终端企业的份额不断提升，以及新款手机终端的逐步发布，下游需求端有望拉动业绩上升新高度。
- 利润增长受成本优势影响明显：**2020年前三季度公司毛利率为34.06%，较2019年(35.21%)下降1.15pp。同时2020年前三季度净利率为17.5%，高于2019年(15.9)1.06pp。利润增长主要受益于公司毛利率下降，净利率上升。2020年前三季度经营活动所产生的现金流净额为0.9亿元，其中Q3今年销售商品、提供劳务收到的现金占收比为168.07%，较Q2(81.32%)创新高。我们认为，随着公司营收的增加，在高质量回款能力下，公司未来保证经营活动现金流稳定增长。
- 技术前瞻布局，多种散热解决方案助力公司稳固行业龙头地位：**研发费用逐年上升，2020年Q3研发费用达0.13亿元。占总营收3.6%。包括2020年中募集8.31亿元用于5G高效散热模组开发，配合5G基站，后续满足服务器等大功率的散热需求，同时公司从2019年开始逐渐完成石墨+VC，石墨+热管组合散热解决方案技术整合。随着后续5G市场的散热需求，公司未来为国内一线手机终端品牌逐渐提供石墨+VC散热解决方案。我们认为，国内大客户的崛起可以为公司业绩带来更大的弹性，有望助力公司业务量价稳步提升。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计2020-2022年营业收入分别为9.85亿元、12.93亿元、16.03亿元，每股收益分别为0.68元、0.97元、1.23元，对应的PE估值分别为42.82/29.88/23.67倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**5G发展不及预期，终端需求释放不及预期。

2020年10月28日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

研究助理 姚久花

yaojh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.08
一年最低/最高价	21.85/41.24
市净率(倍)	5.01
流通A股市值(百万元)	3020.14

基础数据

每股净资产(元)	5.80
资产负债率(%)	13.92
总股本(百万股)	280.95
流通A股(百万股)	103.86

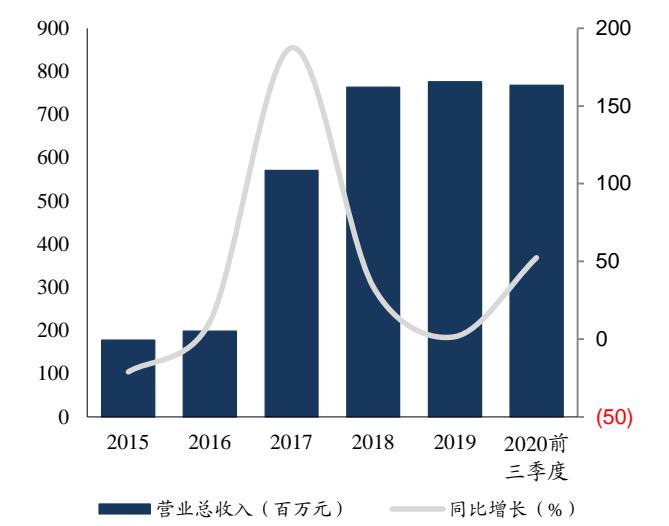
相关研究

- 《中石科技(300684)：核心客户份额持续提升，在手订单充沛，5G换机将带来增长新动力》2020-10-13
- 《中石科技(300684)：H1业绩超预期，5G打开散热市场空间，持续看好未来业绩稳健高增》2020-08-28
- 《中石科技(300684)：H1业绩大超预期，5G打开散热市场空间，持续看好未来业绩稳健高增》2020-07-15

1. 海外供货份额提升，营收利润稳步向上

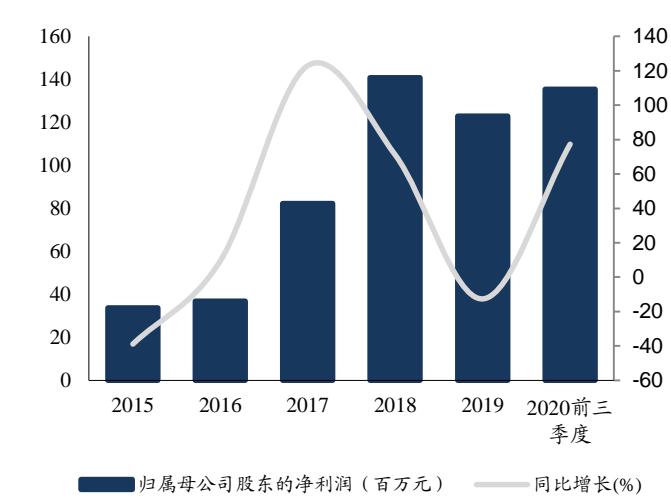
中石科技前三季度总营收 7.68 亿元，同比增长 52.44%，归母净利润为 1.35 亿元，同比增长 77.34%；其中，Q3 营收 3.72 亿元，同比增长 47.87%，环比增长 66.96%，归母净利润为 0.72 亿元，同比增长 48.32%，环比增长 66.96%。主要受益于手机出货量的增加，下游客户需求上升，公司订单量充足。

图 1：中石科技总营业收入（单位：百万元，%）



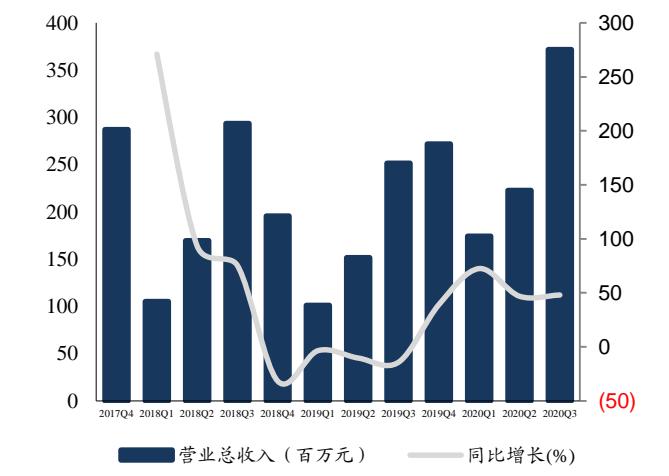
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：中石科技归母净利润（单位：百万元，%）



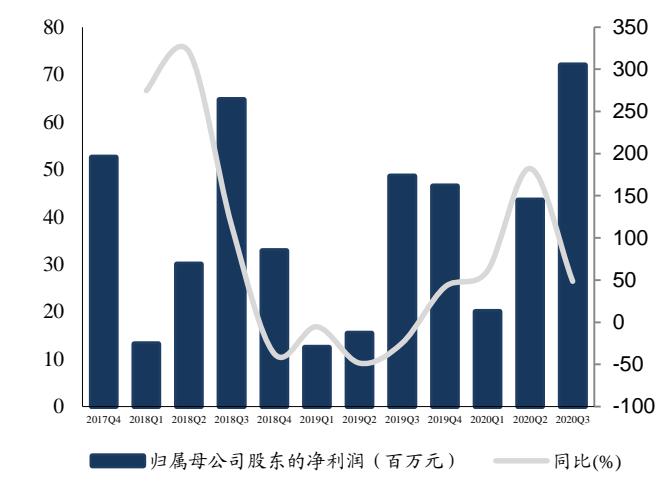
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：中石科技单季度总营业收入（单位：百万元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：中石科技单季度归母净利润（单位：百万元，%）

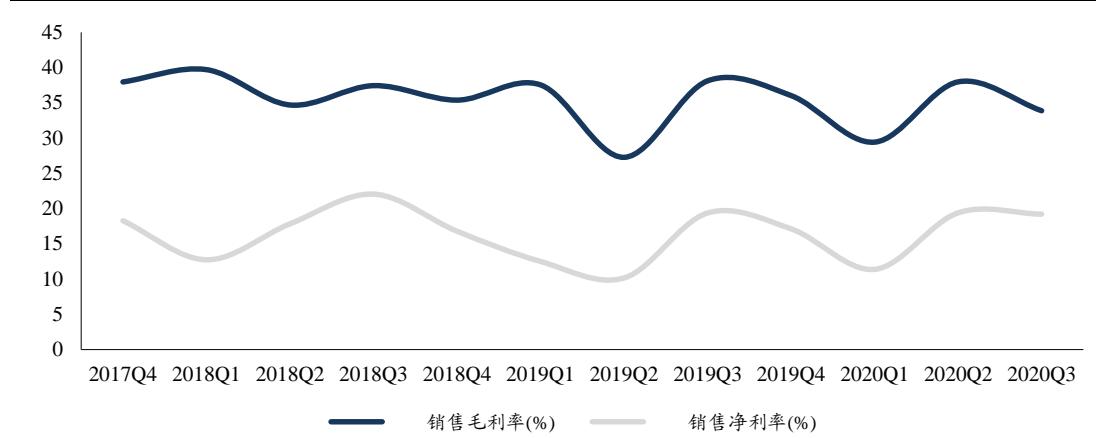


数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司控费能力逐渐改善，净利率稳定保证利润稳定增长。2020 年 Q3 公司毛利率为 33.89%，较 Q2 (38%) 下降 4.11pp。同时 2020 年 Q3 净利率为 19.22%，较 Q2 (19.14%)

降低 0.19pp。毛利率下降的主要原因是受到手机终端市场价额下降影响，同时中石进入国内手机终端品牌，逐渐拓展国内市场，国内手机终端价格低，整体毛利率低于海外，影响公司整体毛利率水平。

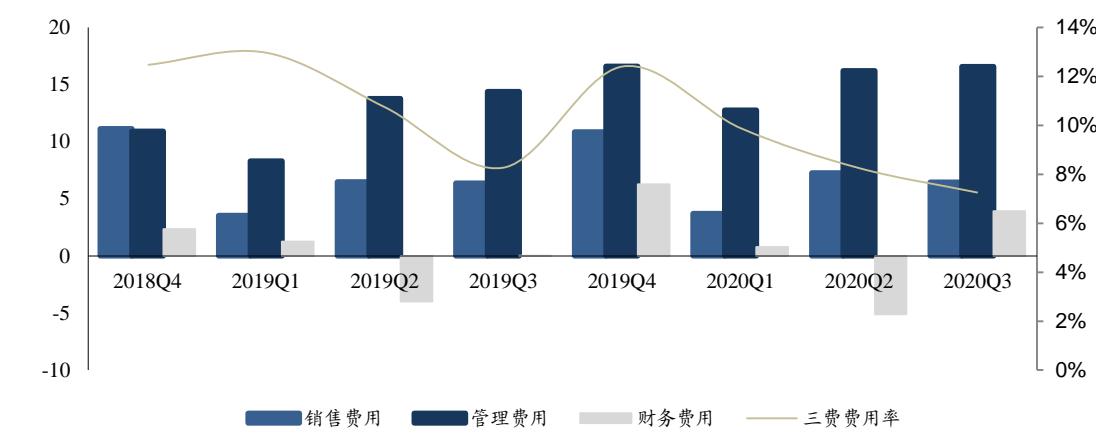
图 5：中石科技单季度毛利率与净利率（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

费用率逐渐下降，控费效果逐步显现。公司近两年加大成本控制力度，费用率逐渐下降，2020 年前三季度财务费用同比下降 84.64%。其中 2020 年 Q3 公司发生销售费用 0.06 亿元、管理费用 0.17 亿元、财务费用 0.04 亿元。

图 6：中石科技季度费用支出与费用率（单位：百万元，%）

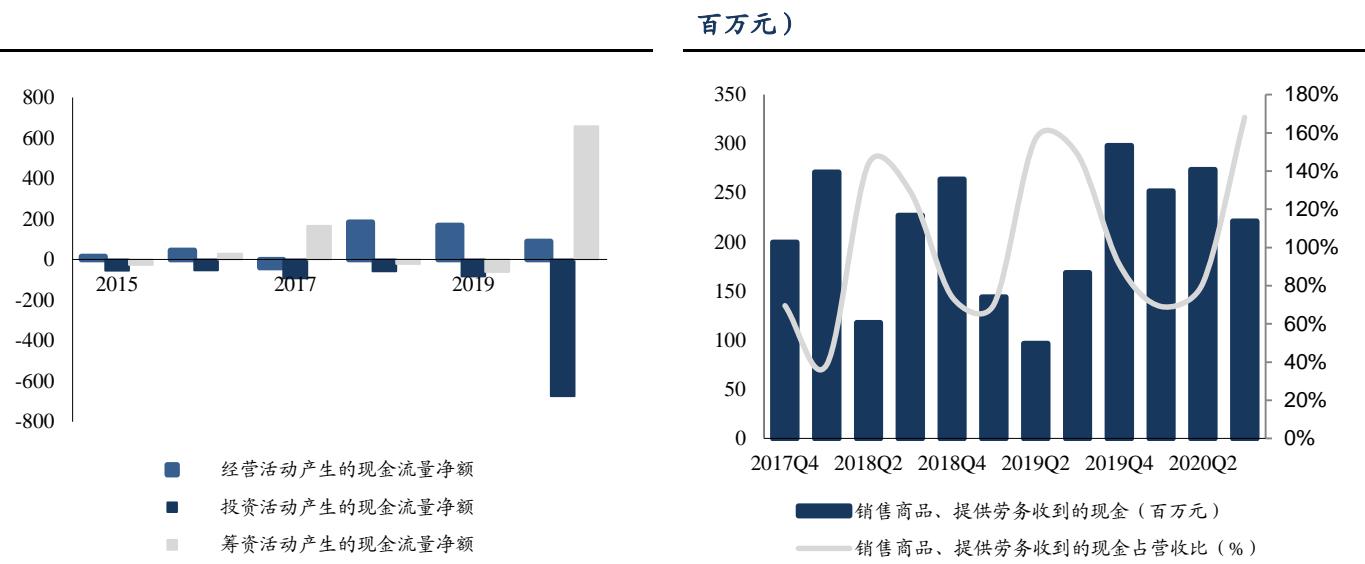


数据来源：Wind，东吴证券研究所

经营活动现金流稳定：2020 年前三季度经营活动所产生的现金流净额为 0.9 亿元，同比增长 203.73%。主要受益于公司营收稳步增长保证一定回款能力，营收和归母净利润的增长。随着公司营收的增加，在高质量回款能力下，公司未来保证经营活动现金流稳定增长。

图 5：中石科技季度现金流净额（单位：百万元）

图 6：销售商品、提供劳务收到的现金与占收比（单位：



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

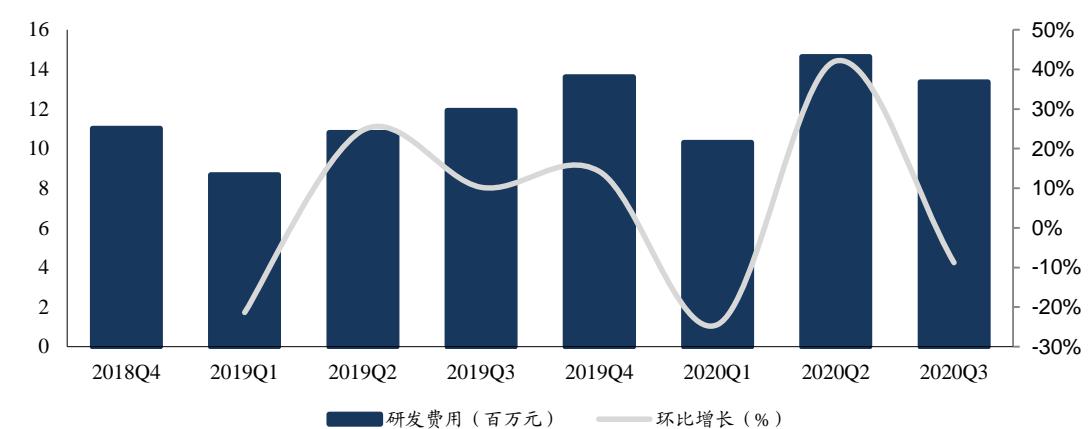
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

同时公司销售商品、提供劳务收到的现金占收比稳定，回款质量优异。Q3 回款收入占比创新高，因为中石收入确认的会计准则，回款具有一定的周期性，其中 Q3 今年销售商品、提供劳务收到的现金占收比为 168.07%，较 Q2 (81.32%) 创新高。

我们认为，未来随着营收的稳定向上，现金流回款的确定性强，中石科技未来业绩有望进一步向上。

公司持续加大研发，力争未来提供多样化产品。研发费用逐年上升，2020 年 Q3 研发费用达 0.13 亿元，同比上升 12.08%。公司持续对北京、无锡和宜兴研发中心加大研发投入，打造针对不同产品类型的专业研发团队和行业前沿技术研究平台。截至 2020 年 6 月 30 日，公司向国内外申请发明专利及实用新型专利累计 117 项。

图 9：中石科技研发费用和研发环比增长（单位：百万元，%）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

2. 手机市场持续发光发热，需求带动业绩稳步向前

公司在 2017 年大批量供给手机中的石墨散热并成为行业主流供应商，相关卷绕技术行业领先，2019 年顺利进入国内手机大厂供应链，持续为国内龙头手机终端厂商提供产品及其解决方案。

公司 2019 年收购凯唯迪 51% 股权，完成石墨+VC，石墨+热管组合散热解决方案技术整合。

加大研发保证技术前瞻，提高技术壁垒创造长期增长动力。公司募集 8.31 亿元于 5G 高效散热模组开发，用于 5G 智能手机、服务器、5G 基站等建设，将能够满足 5G 手机散热升级需求和 5G 基站大功率散热需求。持续的研发投入为公司进一步提升市场竞争力。

表 1：中石科技定增情况

募投项目名称	计划投资额(万元)	币种
5G 高效散热模组建设项目	63,100.00	CNY
补充流动资金项目	20,000.00	CNY

数据来源：中石科技公告，东吴证券研究所

图 10：中石科技行业解决方案



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

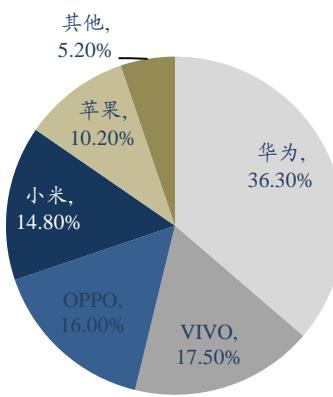
图 11：中石科技行业解决方案



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

根据 CINNO Research 数据显示，第三季度中国手机市场总销量约 8000 万部，其中前五家市场份额高达 94.8%。公司持续为下游端龙头企业提供散热技术供应。借助合成石墨片，多层石墨等技术优势，帮助公司逐渐拓展手机终端市场份额，为未来业绩增长打下坚实基础。

图 12：2020 年第三季度国内手机销量格局（%）



数据来源：CINNO Research, 东吴证券研究所

目前较为成熟的散热方案为热管、石墨片、均热板（VC），随着小米、安卓系三星、华为 Mate 系类等 5G 手机开始配置石墨+VC 组合散热方案，国内散热龙头如中石科技、天迈科技、碳元科技、飞荣达、精研科技等纷纷开启布局。

3. 盈利预测与评级

我们预计 2020-2022 年营业收入分别为 9.85 亿元、12.93 亿元、16.03 亿元，每股收益分别为 0.68 元、0.97 元、1.23 元，对应的 PE 估值分别为 42.82/29.88/23.67 倍，维持“买入”评级。

4. 风险提示

- 1、合成石墨材料价格持续下滑，5G 智能终端不能及时放量，进一步压缩合成石墨材料的利润空间，公司的主营业务承受压力。
- 2、5G 产业进度推进不及预期，运营商资本开支不能及时释放，使得 5G 基站建设进度不及预期。
- 3、与苹果、VIVO 的合作进度不及预期，不能满足客户的需求，将面临核心客户流失的风险。
- 4、核心技术项目不及预期，产品研发进度不及预期。

中石科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	701	744	916	1,109	营业收入	776	985	1,293	1,603
现金	342	286	330	420	减:营业成本	503	644	821	1,003
应收账款	253	263	415	426	营业税金及附加	7	8	10	13
存货	70	157	132	221	营业费用	27	36	47	58
其他流动资产	35	38	40	42	管理费用	53	72	88	112
非流动资产	337	430	561	659	财务费用	4	-1	5	10
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-0	3	3	3
固定资产	272	344	465	560	加:投资净收益	3	2	2	2
在建工程	3	25	36	39	其他收益	0	0	0	0
无形资产	38	39	40	42	营业利润	143	224	320	405
其他非流动资产	23	22	20	18	加:营业外收支	-0	-0	-0	-0
资产总计	1,037	1,174	1,477	1,768	利润总额	143	224	320	404
流动负债	241	256	339	356	减:所得税费用	19	33	46	58
短期借款	53	53	53	53	少数股东损益	0	1	1	1
应付账款	128	164	208	246	归属母公司净利润	123	191	273	345
其他流动负债	61	40	78	57	EBIT	136	218	314	397
非流动负债	0	8	15	15	EBITDA	165	244	349	442
长期借款	0	8	15	15					
其他非流动负债	0	0	0	0	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	241	264	354	370	每股收益(元)	0.44	0.68	0.97	1.23
少数股东权益	15	15	16	18	每股净资产(元)	2.78	3.19	3.94	4.91
归属母公司股东权益	781	895	1,106	1,381	发行在外股份(百万股)	252	281	281	281
负债和股东权益	1,037	1,174	1,477	1,768	ROIC(%)	14.1%	19.5%	22.9%	23.4%
					ROE(%)	15.5%	21.0%	24.4%	24.8%
现金流量表(百万元)					毛利率(%)	35.2%	34.6%	36.5%	37.4%
经营活动现金流	169	128	265	312	销售净利率(%)	15.8%	19.4%	21.1%	21.5%
投资活动现金流	-83	-118	-163	-142	资产负债率(%)	23.3%	22.5%	24.0%	20.9%
筹资活动现金流	-61	-67	-57	-80	收入增长率(%)	1.7%	27.0%	31.3%	24.0%
现金净增加额	24	-57	44	90	净利润增长率(%)	-12.7%	55.3%	43.3%	26.2%
折旧和摊销	29	26	35	45	P/E	66.50	42.82	29.88	23.67
资本开支	57	94	130	99	P/B	10.46	9.13	7.38	5.92
营运资本变动	3	-87	-48	-87	EV/EBITDA	47.82	32.53	22.63	17.68

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15%与 -5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>