

一季度业绩高增长，5G 时代前景可期



核心观点

- **一季度业绩高增长，盈利能力保持高水平**：公司 21Q1 营收 2.8 亿元，同比增长 63%，归母净利润 3011 万元，同比增长 50%，营收规模与业绩协同高增长：1) 国内外主要客户订单充足，导热石墨材料及模切份额进一步提升；2) 公司通过生产工艺及供应链的不断优化，保持高水平盈利能力，使公司净利润稳健提升。公司导热石墨工艺技术保持全球领先，热管/VC 均热板、厚石墨、柔性石墨等新产品按计划推进，同时深度配合通信客户 5G 基站建设，我们继续看好公司在 5G 时代的持续成长前景！
- **导热石墨膜工艺保持全球领先，新兴导热技术按计划推进**：5G 智能手机中导热石墨材料厚度提升、复合型和多层高导热膜的广泛采用，将带来导热石墨单机价值显著提升，市场规模有望翻倍增长（达 150 亿元）。公司导热石墨加工工艺全球领先，大客户份额持续提升，安卓客户持续上量，基本实现全球领先手机客户全覆盖，同时领先布局综合散热解决方案，铜管/VC 均热板有望快速导入主要客户，进一步增厚单机价值量的同时也完善 5G 产品线布局，未来有望快速抢占新的增量市场。
- **5G 基站电磁屏蔽与导热材料前景广阔**：5G 基站建设带动电磁屏蔽和导热需求显著提升，市场规模将接近百亿美元。公司与主要通信设备商保持长期合作，并持续研发 5G 基站电磁屏蔽与导热材料新技术，伴随定增募投项目的落地，高效散热模组不断取得实质性突破。同时，稳定供货国内通信大客户，有望持续受益于国产替代趋势，为国产 5G 基站和配套设备的批量供货奠定基础。伴随 5G 建设周期加速，公司通信相关产品有望再次迎来快速发展期。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 21-23 年 EPS 分别为 0.91、1.16 和 1.38 元（原预测 21-22 年分别为 1.17、1.35 元，基于 5G 基站建设进度及当前股本略作调整），根据可比公司，给予 21 年 26 倍 PE，目标价为 23.66 元，维持买入评级。

风险提示

- 智能手机销量不达预期；产品价格波动的风险；5G 建设进度不达预期。

公司主要财务信息

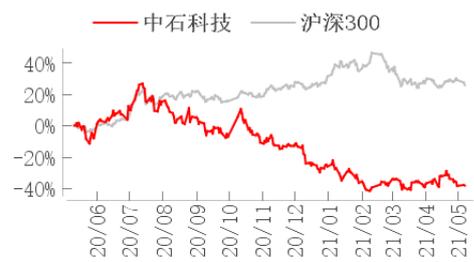
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	776	1,149	1,397	1,760	2,112
同比增长(%)	1.7%	48.1%	21.6%	26.0%	20.0%
营业利润(百万元)	143	218	300	380	454
同比增长(%)	-15.7%	52.7%	37.2%	26.9%	19.5%
归属母公司净利润(百万元)	123	188	257	326	389
同比增长(%)	-12.7%	53.1%	36.4%	26.9%	19.5%
每股收益(元)	0.44	0.67	0.91	1.16	1.38
毛利率(%)	35.2%	33.5%	33.2%	33.0%	32.8%
净利率(%)	15.8%	16.4%	18.4%	18.5%	18.4%
净资产收益率(%)	16.8%	15.2%	14.5%	16.5%	17.3%
市盈率	43.5	28.4	20.8	16.4	13.7
市净率	6.8	3.2	2.9	2.5	2.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年05月07日)	19.08元
目标价格	23.66元
52周最高价/最低价	40.99/17.88元
总股本/流通A股(万股)	28,095/17,153
A股市值(百万元)	5,361
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年05月08日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	.27	-5.54	5.83	-38.09
相对表现	.67	-4.17	8.25	-56.17
沪深300	-.4	-1.37	-2.42	18.08



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 蒯剑
021-63325888*8514
kuaijian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514050005
香港证监会牌照：BPT856

证券分析师 马天翼
021-63325888*6115
matianyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518090001

联系人 唐权喜
021-63325888*6086
tangquanxi@orientsec.com.cn

联系人 李庭旭
litingxu@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

盈利预测与投资建议

我们预测公司 21-23 年 EPS 分别为 0.91、1.16 和 1.38 元，根据可比公司，给予 21 年 26 倍 PE，目标价为 23.66 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值情况

公司	代码	最新价格(元) 2021/5/6	每股收益(元)			市盈率		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
沃特股份	002886	22.98	0.49	0.90	1.38	47.30	25.42	16.63
深南电路	002916	78.90	2.92	3.46	4.13	27.00	22.83	19.08
硕贝德	300322	10.28	0.06	0.36	0.52	159.63	28.71	19.62
光迅科技	002281	22.53	0.70	0.84	0.99	32.26	26.90	22.77
飞荣达	300602	14.32	0.41	1.20	1.39	34.72	11.93	10.30
阿石创	300706	20.83	0.04	0.10	0.12	500.72	208.30	179.72
	最大值					500.72	208.30	179.72
	最小值					27.00	11.93	10.30
	平均数					133.60	54.01	44.69
	调整后平均					68.48	25.96	19.52

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

智能手机销量不达预期：公司导热石墨主业下游以智能手机为主，若主要客户智能手机销量显著下滑，将对公司业绩造成影响。

产品价格和波动的风险：若原材料价格大幅波动或竞争格局恶化，将对公司石墨膜产品价格和毛利率造成影响。

5G 建设进度不达预期的风险：若 5G 建设进度不达预期，将影响公司 5G 相关产品导入和量产的进度。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	342	652	1,166	1,302	1,544	营业收入	776	1,149	1,397	1,760	2,112
应收票据、账款及款项融资	256	366	356	449	539	营业成本	503	764	933	1,179	1,420
预付账款	2	3	3	4	4	营业税金及附加	7	9	11	14	17
存货	70	117	140	177	213	营业费用	27	26	31	37	42
其他	30	431	13	14	14	管理费用及研发费用	98	131	137	166	197
流动资产合计	701	1,569	1,677	1,945	2,314	财务费用	4	7	(9)	(12)	(14)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	1	4	(1)	0	0
固定资产	272	326	402	467	475	公允价值变动收益	0	4	0	0	0
在建工程	3	9	4	2	1	投资净收益	3	6	0	0	0
无形资产	38	42	40	38	36	其他	4	2	4	4	4
其他	23	39	19	18	17	营业利润	143	218	300	380	454
非流动资产合计	337	415	465	525	529	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	1,037	1,985	2,143	2,470	2,843	营业外支出	0	1	0	0	0
短期借款	53	0	0	0	0	利润总额	143	218	300	380	454
应付票据及应付账款	138	224	242	307	369	所得税	19	32	42	53	64
其他	51	53	45	46	47	净利润	123	186	258	327	391
流动负债合计	241	277	288	353	416	少数股东损益	0	(2)	1	1	2
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	123	188	257	326	389
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.44	0.67	0.91	1.16	1.38
其他	0	0	0	0	0						
非流动负债合计	0	0	0	0	0						
负债合计	241	277	288	353	416						
少数股东权益	15	16	17	18	20						
实收资本(或股本)	252	281	281	281	281						
资本公积	90	890	897	897	897						
留存收益	439	521	660	921	1,229						
其他	0	(0)	0	0	0						
股东权益合计	796	1,708	1,855	2,118	2,427						
负债和股东权益总计	1,037	1,985	2,143	2,470	2,843						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	123	186	258	327	391
折旧摊销	29	33	32	40	46
财务费用	4	7	(9)	(12)	(14)
投资损失	(3)	(6)	0	0	0
营运资金变动	(12)	(75)	2	(67)	(64)
其它	28	10	433	0	0
经营活动现金流	169	155	715	288	358
资本支出	(49)	(93)	(100)	(100)	(50)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	(34)	(403)	0	0	0
投资活动现金流	(83)	(496)	(100)	(100)	(50)
债权融资	0	0	0	0	0
股权融资	7	829	7	0	0
其他	(68)	(158)	(109)	(52)	(67)
筹资活动现金流	(61)	671	(102)	(52)	(67)
汇率变动影响	(1)	(8)	-0	-0	-0
现金净增加额	24	321	514	137	241

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	1.7%	48.1%	21.6%	26.0%	20.0%
营业利润	-15.7%	52.7%	37.2%	26.9%	19.5%
归属于母公司净利润	-12.7%	53.1%	36.4%	26.9%	19.5%
获利能力					
毛利率	35.2%	33.5%	33.2%	33.0%	32.8%
净利率	15.8%	16.4%	18.4%	18.5%	18.4%
ROE	16.8%	15.2%	14.5%	16.5%	17.3%
ROIC	15.8%	15.1%	14.0%	15.9%	16.7%
偿债能力					
资产负债率	23.3%	14.0%	13.4%	14.3%	14.6%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.90	5.66	5.82	5.51	5.56
速动比率	2.60	5.24	5.33	5.00	5.04
营运能力					
应收账款周转率	3.8	3.8	4.0	4.5	4.4
存货周转率	5.5	8.0	7.2	7.4	7.2
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
每股指标(元)					
每股收益	0.44	0.67	0.91	1.16	1.38
每股经营现金流	0.67	0.55	2.54	1.03	1.28
每股净资产	2.78	6.02	6.54	7.47	8.57
估值比率					
市盈率	43.5	28.4	20.8	16.4	13.7
市净率	6.8	3.2	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	24.3	16.5	13.2	10.5	8.8
EV/EBIT	29.1	19.0	14.7	11.6	9.7

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn