



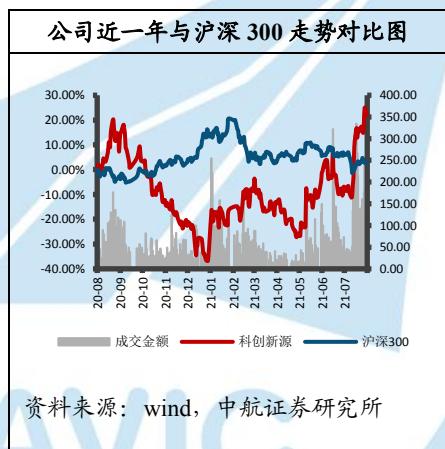
中航证券研究所
分析师: 邹润芳 S0640521040001
研究助理: 孙玉浩 S0640120030010
研究助理: 朱祖跃 S0640121070054

科创新源 (300731) 点评: 液冷板扩产切入新能源汽车与储能赛道, 涉足半 导体材料未来可期

行业分类: 特种化工 2021 年 8 月 16 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.08.16)	37.20 元

基础数据 (2021.08.16)	
沪深 300 指数	4941.07
总股本 (亿股)	1.25
流通 A 股 (亿股)	1.18
2020 年资产负债率	32.08%
2020 年 ROE(摊薄)	4.42%
PE (TTM)	148
PB (LF)	7.77



传统主业经营稳健, 进入大客户供应体系。科创新源坚持以“高分子材料应用开发”为发展方向, 经营领域涉及通信、电力和汽车行业, 主营密封阻隔、防水防腐、绝缘防火等具有功能性特点的高分子材料产品, 2020 年营收和归母净利分别为 3.07 亿元和 0.27 亿元。在通信领域, 公司与华为、中兴、中国移动、中国联通等大客户合作融洽, 针对运营商的销售规模快速上升, 2020 年度收入为 0.28 亿元, 同比增长 90.80%。在电力领域, 公司绝缘防水胶带等产品广泛应用于国家电网、南方电网等客户, 2020 年电力业务销售收入 1.03 亿元, 同比增长 100.46%。随着中国通信和电力行业稳健发展, 公司有望持续受益。

子公司瑞泰克扩产液冷板, 布局动力电池与储能热管理。子公司瑞泰克成立于 2004 年, 致力于制冷新技术的创新与发展, 公司 2020 年营收为 1.10 亿元。由于新能源与储能液冷板需求的爆发, 公司适时扩产, 新增一条供动力电池使用的钎焊式液冷板(预计产能 80 万套/年)和一条供储能使用的吹胀式液冷板(预计产能 150 万套/年), 公司预计年产值合计 8 亿元左右。新能源汽车渗透率的逐渐提升, 根据乘联会, 1-7 月, 新能源乘用车批发和零售销量分别为 133.9 万辆以及 122.9 万辆, 同比回升 227.4% 以及 210.2%, 7 月新能源车国内零售渗透率已达 14.8%, 较 2020 年 5.8% 的渗透率提升明显。同时, 发电侧与用户侧储能均迎来重磅利好政策, 根据 CNESA, 理想场景下 2025 年电化学储能将达到 55.9GW, 2020-2025 年 CAGR 为 76.43%。相对于传统风冷散热, 液冷散热系统体积小、效率高、更可靠, 已经逐步被市场所认可。待两条产线投产后,

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59562524
传真: 010-59562637

瑞泰克将成为国内少数能同时生产储能系统用吹胀式液冷板、新能源汽车动力电池用吹胀式液冷板、新能源汽车动力电池用钎焊式液冷板的厂家之一，且瑞泰克也是少数能解决大尺寸液冷板平整度问题的厂家之一。综上，无论是渗透率快速提升的新能源汽车，还是高增速高发展的电化学储能，都对电池热管理系统有着较高的需求。我们认为，作为电池热管理的核心部件，液冷板是新能源汽车和储能系统的“刚需”，横跨两条高景气赛道，拥有广阔的市场空间。

瑞泰克已进入宁德时代供应商体系，未来共同成长。2020年瑞泰克快速切入新能源汽车领域，成为宁德时代的二级供应商，公司严格按照宁德时代的供应商管控体系和流程进行资质审核及品质验证，向宁德时代提供吹胀式液冷板产品，此产品2020年收入为751.41万元，随着产线扩产到位，放量可期。同时，瑞泰克在巩固已有核心技术的同时，加强与客户研发合作。在新项目/技术的推进过程中，瑞泰克紧跟客户的研究进度，与客户沟通密切，有效提升整体的研发效率和研发成果转化率。

依托金融资本，涉足半导体材料产业。根据公司发展规划，科创新源联合战略股东兴橙资本，利用公司既有产品和渠道的联动基础，充分发挥兴橙资本在半导体全产业链布局的产业优势，通过外延并购深度布局半导体材料产业。科创新源已经参股投资安徽微芯长江半导体材料有限公司3.37%的股权，启动半导体材料的布局。目前，微芯长江碳化硅衬底项目已主体封顶，可年产12万片6英寸碳化硅晶圆。

投资建议：

科创新源在坚持主业的同时，深入布局液冷板产品，随着下游新能源汽车和储能的迅速发展，公司业绩有望进一步提升，并且通过资本运作，涉足半导体材料产业，未来可期，给予买入评级。我们预计公司2021-2023年的营业收入分别为5.15亿元、12.33亿元和13.73亿元，归母净利润分别为0.6亿元、1.3亿元、2.1亿元，对应2021-2023年的PE为73倍、35倍、22倍。

风险提示：下游需求量下降；新项目进度不及预期

盈利预测：

单位: 百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	305.98	307.00	514.50	1232.53	1372.79
增长率	7.03%	0.33%	67.59%	139.56%	11.38%
归属母公司股东净利润	49.41	26.63	63.30	131.60	206.80
增长率	11.52%	-46.09%	137.66%	107.90%	57.14%
EPS	0.40	0.21	0.51	1.05	1.65

数据来源：WIND，中航证券研究所

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	307.00	514.50	1232.53	1372.79
营业成本	156.47	297.89	747.41	793.61
营业税金及附加	3.19	4.69	11.33	12.85
销售费用	35.47	52.15	128.75	144.52
管理费用	55.57	51.45	124.49	135.36
财务费用	1.76	1.50	2.10	2.20
资产减值损失	-0.06	0.00	0.00	0.00
投资收益	-8.90	1.10	1.43	1.87
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	31.17	77.12	158.27	246.44
其他非经营损益	0.49	0.73	0.96	0.73
利润总额	31.65	77.84	159.23	247.18
所得税	3.91	12.44	24.48	37.27
净利润	27.74	65.40	134.74	209.91
少数股东损益	1.10	2.10	3.14	3.11
归属母公司股东净利润	26.63	63.30	131.60	206.80
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	195.00	92.61	221.86	247.10
应收和预付款项	204.80	277.69	706.34	784.37
存货	95.59	134.38	392.15	435.82
其他流动资产	51.00	77.64	99.43	113.22
长期股权投资	108.61	108.61	108.61	108.61
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	91.07	128.43	164.45	198.46
无形资产和开发支出	207.55	211.29	215.04	218.78
其他非流动资产	25.65	33.99	42.81	49.06
资产总计	979.27	1064.64	1950.69	2155.42
短期借款	71.79	22.36	256.17	227.90
应付和预收款项	144.32	208.34	572.83	595.05
长期借款	1.38	1.38	1.38	1.38
其他负债	96.70	105.85	271.57	295.54
负债合计	314.19	337.92	1101.95	1119.87
股本	125.87	125.09	125.09	125.09
资本公积	347.58	347.58	347.58	347.58
留存收益	146.17	205.47	324.35	508.04
归属母公司股东权益	602.81	662.35	781.23	964.92
少数股东权益	62.27	64.37	67.51	70.62
股东权益合计	665.08	726.72	848.74	1035.54
负债和股东权益合计	979.27	1064.64	1950.69	2155.42
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	51.61	21.25	-23.67	142.58
投资活动现金流净额	-53.11	-65.20	-66.07	-63.76
筹资活动现金流净额	-17.11	-58.44	218.98	-53.57
现金流量净额	-19.73	-102.39	129.25	25.25

数据来源: WIND, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

邹润芳, SAC 执业证书号: S0640521040001, 中航证券研究所所长。

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, 本报告清晰、准确地反映了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。

风险提示: 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。

免责声明:

本报告并非针对意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印件给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户提供。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。