

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: 业务调整短期波动, 新增产线顺利投产

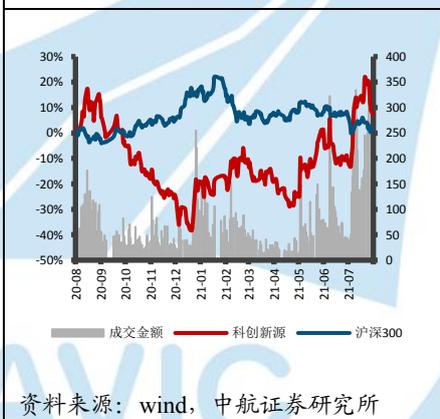
行业分类: 特种化工 2021年8月24日

| | |
|------------------|--------|
| 公司投资评级 | 买入 |
| 当前股价(2021.08.23) | 33.48元 |

基础数据 (2021.08.23)

| | |
|---------------|---------|
| 沪深300指数 | 4835.88 |
| 总股本(亿股) | 1.25 |
| 流通A股(亿股) | 1.18 |
| 2021H1资产负债率 | 35.99% |
| 2021H1ROE(摊薄) | 3.43% |
| PE(TTM) | 344 |
| PB(LF) | 7.18 |

公司近一年与沪深300走势对比图



事件: 科创新源发布了2021半年报, 报告期内, 公司实现营业收入30,063.53万元, 较上年同期增长89.72%, 实现归属于上市公司股东的净利润为2,107.27万元, 较上年同期下降40.16%。报告期内, 公司经营业绩主要来源于通信用防水密封材料、电力用绝缘防火材料、家电和消费电子用散热器产品等传统业务, 新能源领域相关产品还未放量, 在报告期内比重较小。

子公司瑞泰克和德瑞源并表, 公司营收同比大幅增长。控股子公司瑞泰克和德瑞源于本报告期纳入公司合并利润表范围, 营业收入分别为8,654.92万元和4,768.43万元, 合计占本期营收总额的44.65%。从收入结构看, 报告期内防水密封套管、绝缘防火材料和家电和消费电子用散热金属结构件营收分别为3,328.97万元(YOY-17.21%)、4,598.81万元(YOY+55.92%)和12,907.16万元(YOY+100%), 占营收比重分别为11.07%、15.30%、42.93%。目前, 公司的新能源业务和半导体材料业务仍处于前期的投入及布局阶段, 报告期内收入来源仍传统业务为主。

公司处于业务调整期, 归母净利有所下滑。报告期内归母净利同比下滑主要原因有1) 公司通信行业主要客户受运营商招投标计划的影响, 部分订单延后至三季度, 导致报告期内公司防水密封材料出货量较去年同期有所下降, 且主要客户存在降价需求, 对本期营业利润和净利润产生一定影响2) 报告期内, 公司对子公司德瑞源的投资收益下降为-83.74万元, 较去年同期的360.36万元大幅下降。按照规划发展要求, 公司在德瑞源的持股比例降由51%降为19%, 之后德瑞源不再纳入公司合并报表。3) 公司收购瑞泰克和德瑞源的部分资金来源于并购贷等银行贷款资金, 报告期内产生了394.28万元的财务费用, 同比增长332.57%。

股市有风险 入市须谨慎

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

4) 电力业务领域营业收入较去年同期增长 42.05%，电力业务的大力开拓带动销售费用进一步增加，报告期内销售费用为 2,255.22 万元，同比增长 102.82%。综上所述我们认为，公司处于业务转型调整期，属于正常短期波动，主要逻辑并未发生明显变化，随着业务调整的顺利进行，2021 年下半年业绩预计向好。

液冷板产线拓展顺利，储能用吹胀式液冷板产线已投产。报告期内，子公司瑞泰克新增投入一条新能源汽车动力电池用钎焊式液冷板生产线和一条储能系统用吹胀式液冷板产品线，用于满足新能源汽车动力电池包和储能系统的散热需求。其中，新能源汽车动力电池用钎焊式液冷板生产线设计产能预计为 80 万套/年/产线，储能系统用吹胀式液冷板产品线的的设计产能预计为 150 万套/年/产线，预计每条线产值为年均 3 亿元左右。目前，瑞泰克完成了储能系统用吹胀式液冷板生产线的建设工作并顺利投产，其余生产线主体工程已基本完工，正加快推动相关设备安装调试工作。

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，新增产线顺利投产，维持买入评级。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 66 倍、32 倍、20 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 | 788.99 | 1069.94 | 1366.96 |
| 营业成本 | 156.47 | 456.82 | 622.92 | 790.24 |
| 营业税金及附加 | 3.19 | 7.19 | 9.83 | 12.80 |
| 销售费用 | 35.47 | 79.98 | 111.76 | 143.90 |
| 管理费用 | 55.57 | 78.90 | 108.06 | 140.80 |
| 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 | 76.71 | 131.10 | 183.20 |
| 其他非经营损益 | 0.49 | 0.73 | 0.96 | 0.73 |
| 利润总额 | 31.65 | 77.44 | 132.05 | 183.94 |
| 所得税 | 3.91 | 12.38 | 20.31 | 27.73 |
| 净利润 | 27.74 | 65.06 | 111.75 | 156.20 |
| 少数股东损益 | 1.10 | 2.10 | 3.14 | 4.67 |
| 归属母公司股东净利润 | 26.63 | 62.96 | 108.61 | 151.53 |
| 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 195.00 | 142.02 | 192.59 | 246.05 |
| 应收和预付款项 | 204.80 | 425.84 | 612.56 | 781.03 |
| 存货 | 95.59 | 215.09 | 323.60 | 433.89 |
| 其他流动资产 | 51.00 | 97.02 | 91.76 | 112.91 |
| 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 | 1362.29 | 1751.42 | 2148.79 |
| 短期借款 | 71.79 | 160.62 | 217.51 | 297.93 |
| 应付和预收款项 | 144.32 | 319.48 | 478.26 | 592.53 |
| 长期借款 | 1.38 | 1.38 | 1.38 | 1.38 |
| 其他负债 | 96.70 | 154.42 | 228.81 | 294.35 |
| 负债合计 | 314.19 | 635.91 | 925.95 | 1186.18 |
| 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 | 205.13 | 301.08 | 433.55 |
| 归属母公司股东权益 | 602.81 | 662.02 | 757.96 | 890.43 |
| 少数股东权益 | 62.27 | 64.37 | 67.51 | 72.18 |
| 股东权益合计 | 665.08 | 726.38 | 825.47 | 962.61 |
| 负债和股东权益合计 | 979.27 | 1362.29 | 1751.42 | 2148.79 |
| 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营活动现金流净额 | 51.61 | -67.60 | 74.52 | 58.06 |
| 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 | 79.82 | 42.12 | 59.16 |
| 现金流量净额 | -19.73 | -52.98 | 50.57 | 53.46 |

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发或为任何就送发、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、内容或其复印本给予任何其他人。

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。

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。