

2023 年 11 月 08 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 国内领先的热管理材料供应商，有望受益消费电子复苏

## —思泉新材（301489.SZ）公司动态研究报告 增持（首次） 投资要点

分析师：毛正 S1050521120001

maozheng@cfsc.com.cn

分析师：吕卓阳 S1050523060001

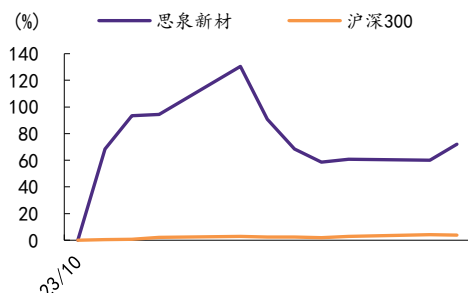
luzy@cfsc.com.cn

### 基本数据

2023-11-07

当前股价（元）	76.55
总市值（亿元）	44
总股本（百万股）	58
流通股本（百万股）	14
52 周价格范围（元）	66.05-96.02
日均成交额（百万元）	599.06

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

### 以热管理材料为核心产品线，主要应用于消费电子领域

公司是一家以热管理材料为核心的多元化功能性材料提供商，主营业务为研发、生产和销售热管理材料、磁性材料、纳米防护材料等。公司主要销售的产品包括人工合成石墨散热膜、人工合成石墨散热片等材料，主要应用于智能手机、平板电脑、智能穿戴设备等消费电子领域。公司凭借丰富的产品经验、优异的产品品质和良好的客户服务，成为了小米、vivo、三星、谷歌、ABB、伟创力等行业知名客户的供应商。

### 营业收入稳健增长，毛利率短期下滑

2020-2022 年，公司实现营业收入 2.95/4.49/4.23 亿元，同比变化 8.25%/52.09%/-5.84%，复合增速为 19.7%；实现归母净利润 0.53/0.57/0.58 亿元，同比增长 44.93%/8.30%/1.76%，复合增速为 5.0%。2020-2022 年，公司综合毛利率分别为 34.67%/27.61%/25.82%，呈现逐年下降态势，主要原因为消费电子领域竞争激烈，公司产品售价下滑。

公司主营业务可以划分为热管理材料、磁性材料、纳米防护材料、其他四个板块，2022 年分别实现营业收入 3.92/0.04/0.03/0.20 亿元，占主营业务比重分别为 93.51%/0.61%/1.06%/4.81%。分产品来看，公司营业收入主要来源于人工合成石墨散热片、人工合成石墨散热膜两大产品，2022 年分别实现营业收入 2.55/0.91 亿元，合计占主营业务比重高达 82.34%。

### 立足消费电子，汽车电子、通信基站有望拉动行业扩容

热管理材料是帮助产品提高散热效果的功能性材料，用于提高热传导效率，使得热量均匀分散，其下游市场包括消费电子、汽车电子、通信设备等领域。根据 QYResearch 数据显示，2022 年全球热管理材料市场空间为 115.80 亿美元，预计 2028 年将达到 139.80 亿美元，复合增速 3.2%。

热管理材料应用范围广阔。在消费电子领域，随着智能手机进入 5G 时代，并朝着超薄化、高性能化、智能化等方向发展，智能手机散热市场规模不断提升。根据 Yole 预测，2019-2022 年全球手机散热市场的年复合增长率为 29.72%。在汽车电子和通信基站领域，新能源车的散热需求、5G 基站的高功耗有望带动热管理材料市场扩容。

## ■ 产品布局完善，拟投入募集资金 3.52 亿元进行项目建设

公司产品布局完善，拥有人工合成石墨散热膜、人工合成石墨散热片、均热板、热管等较为完整的导热材料产品，能够为消费电子产品提供系统化的解决方案。此外，公司长期注重技术研究和工艺改进，在高温烧结、定向成型、表面改性等技术上拥有完整知识产权。

公司拟投入募集资金 2.70 亿元建设高性能导热散热产品项目，以扩大市场占有率、缓解产能不足问题、增强公司盈利能力。此外，公司拟投入募集资金 0.82 亿元至建设新材料研发中心项目，以增强创新能力、提升公司市场竞争力。

## ■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 5.45、7.06、9.10 亿元，EPS 分别为 1.44、1.89、2.47 元，当前股价对应 PE 分别为 53、41、31 倍。我们看好公司在热管理材料领域的广泛产品布局，首次覆盖，给予“增持”投资评级。

## ■ 风险提示

下游需求复苏不及预期、新产品推广不及预期、行业竞争加剧、原材料价格波动风险、募投项目建设进度不及预期、产品价格下降的风险等

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	423	545	706	910
增长率（%）	-5.8%	28.9%	29.5%	28.9%
归母净利润（百万元）	58	83	109	142
增长率（%）	1.8%	42.6%	31.0%	30.6%
摊薄每股收益（元）	1.35	1.44	1.89	2.47
ROE（%）	14.1%	17.0%	18.6%	19.9%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产：</b>				
现金及现金等价物	79	110	145	188
应收款	158	194	251	324
存货	94	116	150	194
其他流动资产	41	44	56	73
流动资产合计	371	463	603	778
<b>非流动资产：</b>				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	115	153	175	187
在建工程	132	92	65	45
无形资产	18	15	12	11
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	34	34	37	35
非流动资产合计	298	294	288	278
资产总计	669	757	892	1,056
<b>流动负债：</b>				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	95	105	137	176
其他流动负债	22	27	29	26
流动负债合计	117	134	167	205
<b>非流动负债：</b>				
长期借款	121	121	121	121
其他非流动负债	16	12	16	15
非流动负债合计	137	133	137	136
负债合计	255	267	304	340
<b>所有者权益</b>				
股本	43	58	58	58
股东权益	415	490	588	716
负债和所有者权益	669	757	892	1,056

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	58	83	109	142
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	15	12	16	18
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-8	-44	-71	-95
经营活动现金净流量	65	51	54	65
投资活动现金净流量	-129	2	2	9
筹资活动现金净流量	65	-8	-11	-14
现金流量净额	2	45	45	61

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	423	545	706	910
营业成本	314	383	495	639
营业税金及附加	2	2	3	4
销售费用	9	16	21	27
管理费用	13	19	25	32
财务费用	2	5	5	5
研发费用	23	30	39	50
费用合计	47	70	89	114
资产减值损失	-2	-1	-2	-2
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	63	91	119	155
加：营业外收入	0	0	0	0
减：营业外支出	0	0	0	0
利润总额	62	90	119	155
所得税费用	4	7	9	12
净利润	58	83	109	142
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	58	83	109	142

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-5.8%	28.9%	29.5%	28.9%
归母净利润增长率	1.8%	42.6%	31.0%	30.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	25.8%	29.8%	29.8%	29.8%
四项费用/营收	11.0%	12.9%	12.7%	12.5%
净利率	13.8%	15.3%	15.5%	15.7%
ROE	14.1%	17.0%	18.6%	19.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	38.0%	35.3%	34.1%	32.2%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	2.7	2.8	2.8	2.8
存货周转率	3.3	3.3	3.3	3.3
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	1.35	1.44	1.89	2.47
P/E	56.7	53.0	40.5	31.0
P/S	7.8	8.1	6.3	4.9
P/B	8.1	9.1	7.6	6.2

## ■ 电子组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

高永豪：复旦大学物理学博士，曾先后就职于华为技术有限公司，东方财富证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。

2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。