

## 收购 AI 导热公司，增厚利润有望 “戴维斯双击”

2024 年 12 月 10 日

► **科创新源拟收购兆科电子 51% 股权。**2024 年 12 月 2 日，科创新源发布公告，拟以现金方式收购 Thermazig Limited 持有的东莞兆科 51% 的股权，最终收购比例由各方协商确定并在正式交易协议中明确。本次交易完成后，公司将持有东莞兆科 51% 股权，以取得对标的公司的控制权。根据公告，兆科电子整体估值不超过 4.5 亿元，相应本次交易对价为不超过 2.295 亿元，考虑到本次交易前的整体估值以兆科电子未来三个会计年度的平均扣非净利润的 8.0 至 9.0 倍为基准，折算兆科电子 25~27 年扣非净利润至少实现 5000 万元。

► **兆科电子核心业务为研发导热界面材料。**随着人工智能 (AI)、虚拟现实 (VR) 和增强现实 (AR) 技术的日新月异，数据中心正遭遇数据传输高峰，对带宽、存储、计算能力乃至散热系统提出了更为严苛的要求。有效的散热策略不仅关乎服务器的稳定运行，更是降低能耗与运营成本的关键所在。在此背景下，导热界面材料凭借其优异的热传导性能，成为提升数据中心散热效率的重要一环，扮演着举足轻重的角色。

► **AI 时代下，导热界面材料重要性愈发凸显。**散热挑战在数据中心内部，高性能处理器如 CPU 和 GPU，作为热量的主要源头，往往配备了精细的散热器系统。导热界面材料在此发挥了桥梁作用，它位于处理器与散热器之间，确保热量能够迅速传递到散热器，并释放到空气中。与此同时，随着数据存储需求的上行，高密度存储设备如 SSD 在数据中心中的应用日益广泛，这些设备在高负荷运转时同样会产生大量热量。导热界面材料被广泛应用于存储芯片与散热模块之间，有效防止过热现象，确保数据安全与设备寿命。

► **垂类 AI 场景同样具备较广阔应用空间。**当前 5G 互联网、互联网大数据、人工智能技术等新技术的快速发展下，智能机器人也迎来了的浪潮。考虑到智能机器人主板上会出现感应器与解决处理芯片，使用情况下会造成特别大的发热量，若不立即将热能释放导出来，机器设备会延续性提温，这就很容易导致元器件太热而毁坏设备。我们认为兆科电子导热界面原材料有望增加换热范围、降低传热系数、提升散热特性，进而保证智能机器人及各垂类 AI 场景高效运作。

► **投资建议：**公司通信、电力行业高分子材料业务护城河深厚，预计将维持较高毛利率；液冷板业务导入核心大客户，产能扩张顺利，同时公司收购兆科电子，业绩有望 2025 年开始充分释放；公司前瞻布局碳化硅衬底，有望受益于新能源汽车渗透率加速提升及半导体材料国产化率提升。我们预计公司 2024-2026 年营业收入 7.7/11.4/15.7 亿元，归母净利润 0.2/0.5/0.7 亿元，对应 P/E 147/55/41x，给予“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**液冷板采购价格不及预期，液冷板客户认证进度不及预期，行业竞争加剧，收购进展不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	559	771	1,143	1,570
增长率 (%)	7.4	38.0	48.2	37.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	25	20	53	71
增长率 (%)	195.3	-21.6	165.6	33.5
每股收益 (元)	0.20	0.16	0.42	0.56
PE	115	147	55	41
PB	4.8	4.9	4.8	4.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 12 月 09 日收盘价)

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

23.14 元



分析师 马天诣

执业证书：S0100521100003

邮箱：matianyi@mszq.com

### 相关研究

1.科创新源 (300731.SZ) 2023 年半年报点评：净利润扭亏为盈，看好热管理下一成长线 -2023/08/19

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	559	771	1,143	1,570
营业成本	416	595	882	1,232
营业税金及附加	2	3	4	6
销售费用	28	32	46	60
管理费用	64	66	88	118
研发费用	43	50	63	78
EBIT	17	24	60	75
财务费用	5	8	11	13
资产减值损失	-5	-8	-12	-15
投资收益	22	8	11	16
营业利润	26	20	54	72
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	25	20	54	72
所得税	0	0	1	1
净利润	25	20	53	71
归属于母公司净利润	25	20	53	71
EBITDA	58	67	105	133

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	158	168	164	171
应收账款及票据	189	211	287	382
预付款项	5	7	9	12
存货	110	127	181	255
其他流动资产	86	52	65	81
流动资产合计	547	564	706	902
长期股权投资	4	25	25	25
固定资产	115	135	172	198
无形资产	16	19	22	25
非流动资产合计	464	507	547	575
资产合计	1,011	1,071	1,253	1,477
短期借款	69	169	249	329
应付账款及票据	144	107	162	226
其他流动负债	73	93	119	151
流动负债合计	287	369	531	706
长期借款	13	13	13	13
其他长期负债	65	65	65	65
非流动负债合计	79	79	79	79
负债合计	365	448	610	785
股本	126	126	126	126
少数股东权益	32	32	32	32
股东权益合计	646	623	644	692
负债和股东权益合计	1,011	1,071	1,253	1,477

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	7.36	38.01	48.21	37.37
EBIT 增长率	175.84	41.39	145.12	26.58
净利润增长率	195.30	-21.64	165.62	33.54
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	25.44	22.85	22.79	21.48
净利润率	4.53	2.59	4.64	4.51
总资产收益率 ROA	2.52	1.86	4.23	4.79
净资产收益率 ROE	4.15	3.37	8.66	10.72
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.91	1.53	1.33	1.28
速动比率	1.51	1.17	0.97	0.90
现金比率	0.55	0.45	0.31	0.24
资产负债率 (%)	36.14	41.80	48.64	53.16
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	100.27	73.04	67.00	66.00
存货周转天数	96.04	82.77	80.00	80.00
总资产周转率	0.55	0.72	0.91	1.06
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.20	0.16	0.42	0.56
每股净资产	4.86	4.68	4.84	5.22
每股经营现金流	0.53	0.27	0.24	0.24
每股股利	0.10	0.10	0.10	0.10
<b>估值分析</b>				
PE	115	147	55	41
PB	4.8	4.9	4.8	4.4
EV/EBITDA	50.74	44.75	29.58	23.89
股息收益率 (%)	0.43	0.43	0.43	0.43

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	25	20	53	71
折旧和摊销	41	43	45	57
营运资金变动	5	-34	-77	-108
经营活动现金流	66	35	30	30
资本开支	-41	-65	-85	-86
投资	-6	-21	0	0
投资活动现金流	-47	-78	-74	-70
股权募资	2	0	0	0
债务募资	-4	100	80	80
筹资活动现金流	-40	83	60	57
现金净流量	-19	10	-4	7

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048