

科森科技(603626)

公司研究/深度报告

受益不锈钢中框发展趋势，迎接新一轮换机潮

深度研究报告/电子行业

2017年7月20日

报告摘要:

● 深耕精密金属制造，业绩强劲增长可期

1、公司产品涉及手机及平板电脑结构件、医疗手术器械结构件、光伏产品结构件等精密金属结构件。消费电子领域，公司拥有捷普集团、富士康、鸿海等客户，产品应用于苹果、索尼、联想等客户的终端产品；在医疗领域，拥有柯惠集团等客户；在新能源领域的客户有 Solar City、IronRidge 等。

2、2016年，公司实现营收13.03亿元，同比增长19.49%；实现归母净利润1.89亿元，同比下降4.71%。2017Q1，实现营收3.08亿元，同比增长17.64%；实现归母净利润2024万元，同比下降10.33%。公司消费电子结构件、医疗手术器械结构件、光伏产品结构件和一般精密金属结构件四大板块的收入占比分别为83.93%、5.76%、3.72%和2.51%。2016年，综合毛利率为32.07%，其中，医疗手术器械结构件的毛利率为57.02%，消费电子结构件为29.97%。

3、公司IPO募集资金净额约9亿元，分别用于精密金属结构件制造项目、高精精密电子产品金属件生产线技改项目等。预计项目达产后，将新增消费电子精密金属结构件年产能9000万件，新增医疗手术器械结构件年产能450万件，新增高精精密电子产品金属件产能9500万件。随着募投项目的投产，公司将突破现有产能瓶颈，迎来业绩高速增长。

● 3C业务迅速崛起，享行业趋势红利

1、苹果公司是公司目前最大的终端客户，2013~2015年，终端客户苹果公司贡献的销售额占公司营收的比重分别为52.09%、61.17%、84.18%。2017年下半年苹果公司推出的新一代iPhone将有较大的升级，叠加每隔两年的换机潮，预计销量会有较大增长。

2、全面屏的发展、玻璃和陶瓷外观的应用对中框的强度提出更高的要求。不锈钢中框相较于铝合金中框，强度更高，采用锻压+CNC加工工艺，附加值更高。据相关报道，苹果新一代OLED版本iPhone预计将采用玻璃+不锈钢中框的方案。我们预计在苹果公司的引领下，不锈钢中框的解决方案有望成为创新发展趋势，公司有望受益于这一技术方案。

● 医疗领域稳步推进，光伏支架锦上添花

1、在医疗手术器械领域，精密金属制造主要提供微创手术刀片、刀杆、止血钳等微创手术器械。从2013年至2016年，公司医疗结构件业务的收入规模从5217万元增长到7503万元。公司在医疗手术器械结构件领域布局较早，并与柯惠集团建立了良好的合作关系，预计医疗板块后续将逐渐进入业绩放量期。

2、在光伏领域，公司的主要产品为太阳能支架。近几年，光伏结构件营收基本处于稳定状态。全球光伏行业的复苏，也将助力公司光伏结构件维持稳定发展势头。

● 盈利预测与投资建议:

短期来看，消费电子精密结构件业务是驱动公司业绩增长的主力，随着募投项目产能的释放，公司将迎来业绩释放期；长期来看，医疗手术器械结构件业务打开未来业绩增长空间。预计公司2017~2019年EPS分别为1.87、3.08和4.10元，当前股价对应的PE分别为30X、18X和14X。考虑公司深耕精密金属结构件制造领域，业绩增长弹性大，给予公司2017年40~45倍PE，未来12个月合理估值74.80~84.15元，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

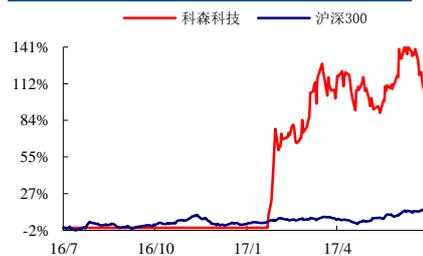
强烈推荐 首次评级

合理估值区间: 74.8-84.2

交易数据 2017-7-19

| | |
|------------|-------------|
| 收盘价(元) | 56.12 |
| 近12个月最高/最低 | 65.02/27.06 |
| 总股本(百万股) | 210.67 |
| 流通股本(百万股) | 52.67 |
| 流通股比例(%) | 25 |
| 总市值(亿元) | 118.23 |
| 流通市值(亿元) | 29.56 |

该股与沪深300走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 郑平

执业证号: S0100516050001
 电话: 010-85127512
 邮箱: zhengping@mszq.com

研究助理: 王达婷

执业证号: S0100116080083
 电话: 021-60876759
 邮箱: wangdating@mszq.com

相关研究

● 风险提示:

下游产品更新换代风险；募投项目投产进度不达预期；客户集中度风险。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,303 | 2,641 | 4,635 | 6,062 |
| 增长率(%) | 19.5% | 102.7% | 75.5% | 30.8% |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 189 | 394 | 649 | 864 |
| 增长率(%) | -4.7% | 108.7% | 64.6% | 33.2% |
| 每股收益(元) | 1.20 | 1.87 | 3.08 | 4.10 |
| PE | 46.8 | 30.0 | 18.2 | 13.7 |
| PB | 14.6 | 5.8 | 4.4 | 3.3 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

目录

| | |
|--|----|
| 一、深耕精密金属制造，业绩强劲增长可期 | 4 |
| (一) 专注精密金属制造，客户品牌优势明显 | 4 |
| (二) 3C 业务快速扩张，医疗器械业务稳步上升 | 5 |
| (三) 募投项目助力，产能瓶颈得到解决 | 9 |
| 二、3C 业务迅速崛起，享行业趋势红利 | 9 |
| (一) 供货消费电子终端领域龙头，受益下半年换机潮 | 9 |
| (二) 美观+多功能提升金属件渗透率，玻璃+不锈钢中框提升附加值 | 12 |
| 三、医疗领域稳步推进，光伏支架锦上添花 | 16 |
| (一) 医疗领域有序推进，为长期业绩增长护航 | 16 |
| (二) 光伏行业复苏，助力结构件业务稳步发展 | 18 |
| 四、盈利预测与投资建议 | 20 |
| (一) 盈利预测 | 20 |
| (二) 投资建议 | 21 |
| 五、风险提示 | 21 |
| 插图目录 | 23 |
| 表格目录 | 23 |

一、深耕精密金属制造，业绩强劲增长可期

(一) 专注精密金属制造，客户品牌优势明显

公司成立于2010年12月，并于2017年2月在上交所上市，专业从事精密金属制造服务，是国内技术实力领先的精密金属制造服务企业，产品涉及手机及平板电脑结构件、医疗手术器械结构件、光伏产品结构件等精密金属结构件，主要应用领域包括通信设备、微型计算机、医疗器械、新能源、汽车、数字视听等。在消费电子领域，公司发展了捷普集团、富士康、鸿海等客户，生产的消费电子类产品应用于苹果公司、索尼、联想、乐视等国际知名客户的终端产品；在医疗领域，公司拥有柯惠集团、Zimmer、强生等知名客户；在新能源领域的客户有Solar City、IronRidge等。

图 1-1：公司发展阶段

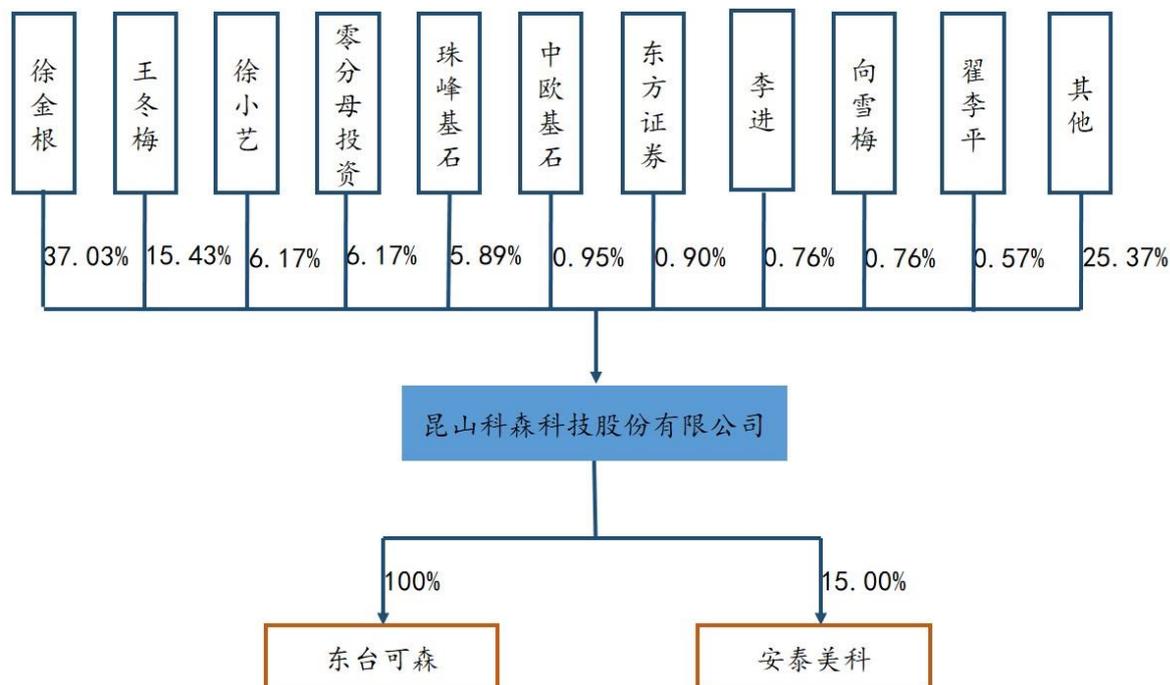


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司实际控制人为徐金根先生和王冬梅女士，合计持有公司52.46%的股权。股东徐小艺女士为徐金根先生和王冬梅女士的女儿，持有公司6.17%的股权。公司旗下拥有全资子公司科森东台和参股15%子公司安泰美科。其中，安泰美科为公司与安泰科技在昆山开发区设立的合资子公司，主要进行粉末冶金技术方面合作，公司持有15%股权，安泰科技控股51%。公司目前拥有四大厂区，分别为昆山开发区昆嘉路389号90亩厂区、开发区星辉路募投项目100亩厂区、东台开发区一期135亩厂区和东台科森3C智造产业园200亩厂区。

2017年2月23日,公司公告拟以自有资金1.6亿元对东台科森现金增资,以扩大产能,提升子公司生产经营能力。增资完成后,东台科森注册资本将变更为2亿元,仍为公司全资子公司。

图 1-2: 公司股权结构

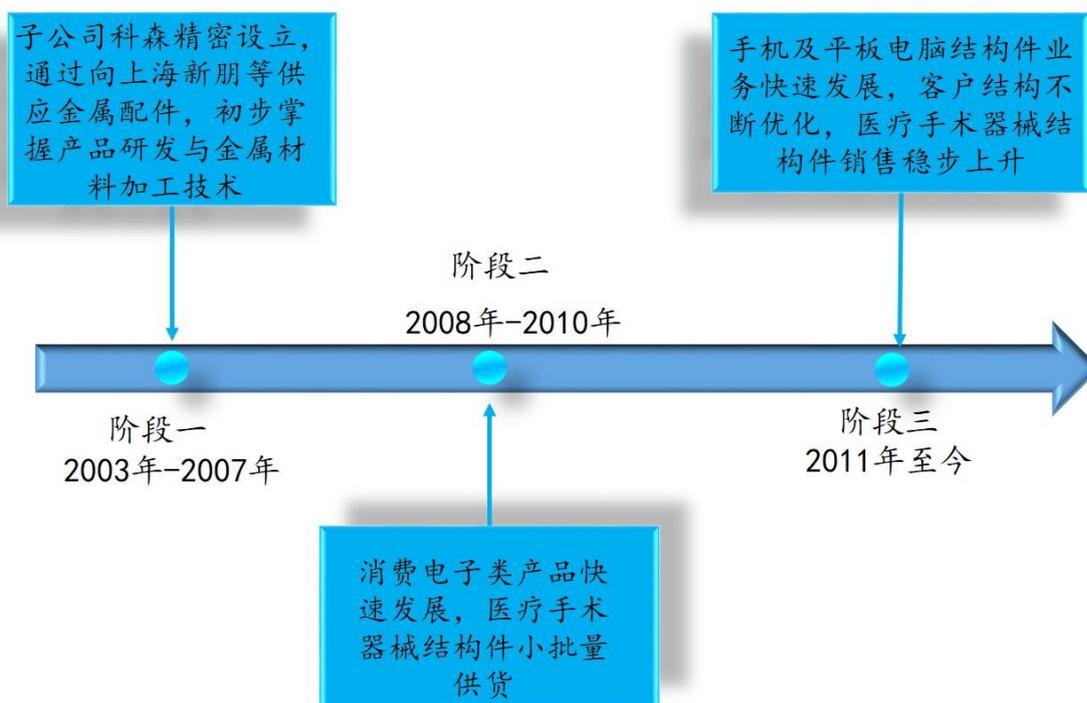


资料来源:公司公告,民生证券研究院

(二) 3C 业务快速扩张, 医疗器械业务稳步上升

公司在精密金属结构件领域的发展经历了三个阶段,2003年-2007年的技术积累和研发阶段,在此阶段,科森精密成立,通过向上海金朋金属制品有限公司等厂商供应金属配件,掌握产品研发和金属材料加工技术,小批量供货松夏、索尼等。2008年-2010年是公司消费电子产品快速发展、医疗手术器械结构件小批量供货阶段,在此阶段,科森精密开始与柯惠集团接触,积极进入供应商名单;同时,消费电子方面开始和富士康、仁宝合作。2011年至今,公司消费电子结构件业务快速发展,客户结构不断优化,和捷普集团、富士康等建立了良好的合作关系,承接大额订单,产品应用于苹果、联想、索尼、乐视等品牌手机及平板电脑相关产品;医疗手术器械结构件销售稳步上升,连续两年获得柯惠集团颁发的年度全球供应商质量大奖。

图 1-3: 公司发展阶段



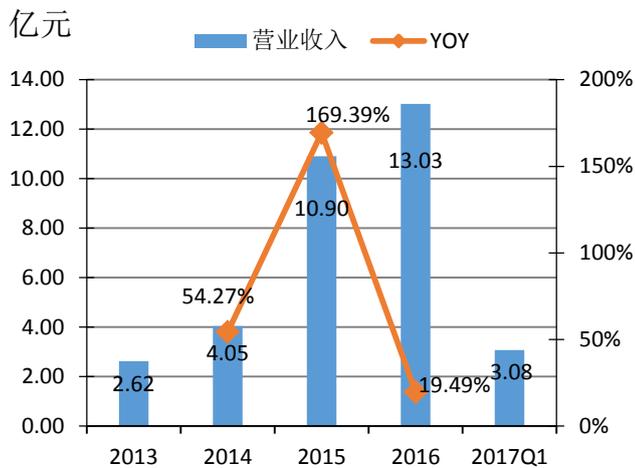
资料来源：公司公告，民生证券研究院

手机及平板电脑结构件业务的迅速崛起，带来了公司收入规模的快速增长。2013年至2015年间，公司营业收入和净利润持续增长。其中，2013至2015年度，公司实现营业收入分别为2.62亿元、4.05亿元和10.90亿元，年复合增长率达103.86%；实现净利润分别为4264万元、4498万元及1.98亿元，年复合增长率达115.63%。2015年，由于消费电子结构件业务的快速扩张，营收和净利润高速增长，同比增幅分别达到169%和341%。

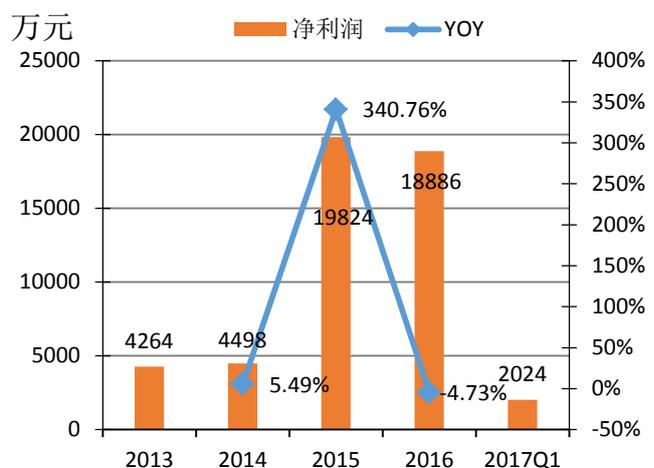
2016年，实现营业收入13.03亿元，同比增长19.49%；实现的归属于母公司所有者净利润1.89亿元，同比下降4.71%。公司净利润同比出现下滑，主要是受行业竞争激烈程度加剧、客户例行降价，以及海外市场拓展力度加大，以致销售费用增长等因素的影响。2017年一季度，公司实现营业收入3.08亿元，同比增长17.64%；实现的归属于母公司所有者净利润2024万元，同比下降10.33%。

图 1-4：公司营业收入及增长情况

图 1-5：公司净利润及增长情况



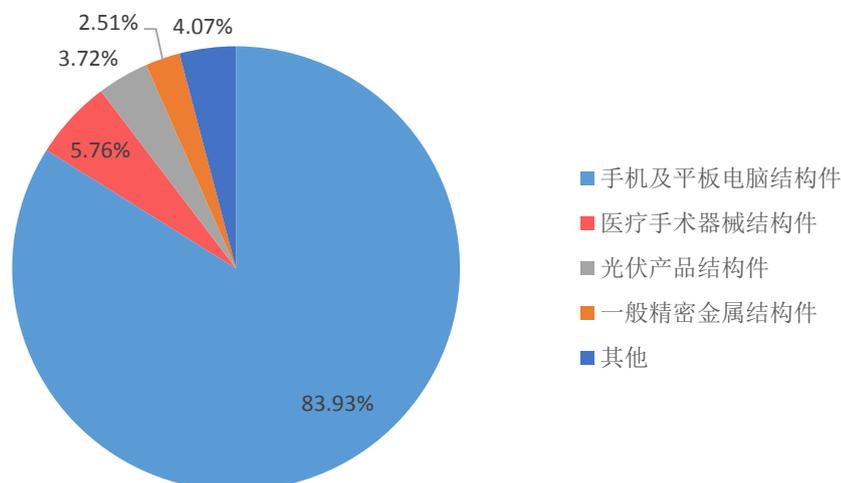
资料来源：公司公告，民生证券研究院



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司目前收入构成主要来自于消费电子结构件、医疗手术器械结构件、光伏产品结构件和一般精密金属结构件四大板块。2016年，消费电子结构件、医疗手术器械结构件、光伏产品结构件以及一般精密金属结构件四大板块贡献的收入占比分别为 83.93%、5.76%、3.72% 和 2.51%。

图 1-6: 公司 2016 年的收入结构

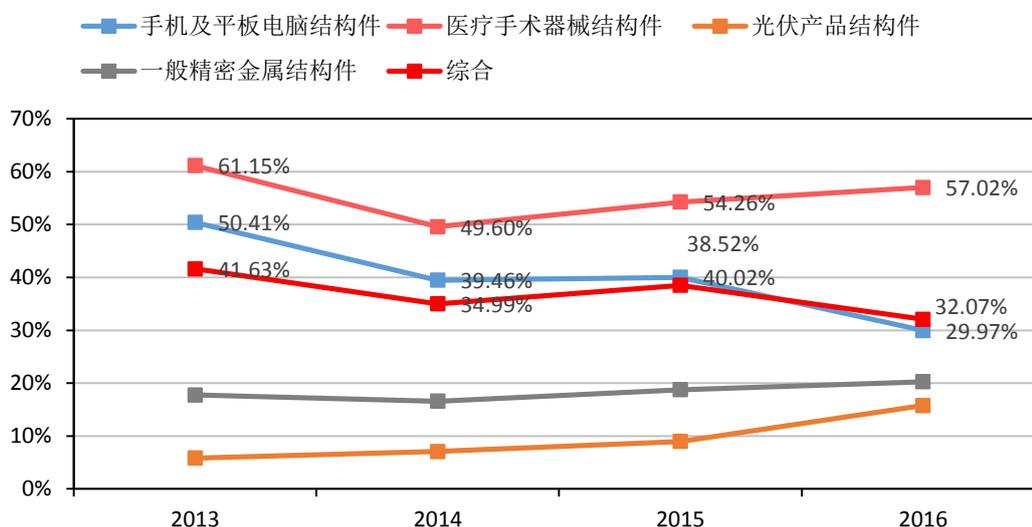


资料来源：公司公告，民生证券研究院

四大业务板块中，医疗手术器械结构件的毛利率水平最高，从 2014 年到 2016 年，医疗手术器械结构件的毛利率水平从 49.6% 增长到 57.02%。但消费电子结构件业务方面，2016 年由于供给大客户的产品相较于 2015 年变化较小，以及大客户的例行降价等因素的影响，毛利率从 2015 年的 40.02% 下降到 29.97%。由于消费电子结构件业务收入占比较大，其毛利率的下行也拉低了公司整体的毛利率水平，公司的综合毛利率水平从 2015 年的 38.52% 下降

到 2016 年的 32.07%。

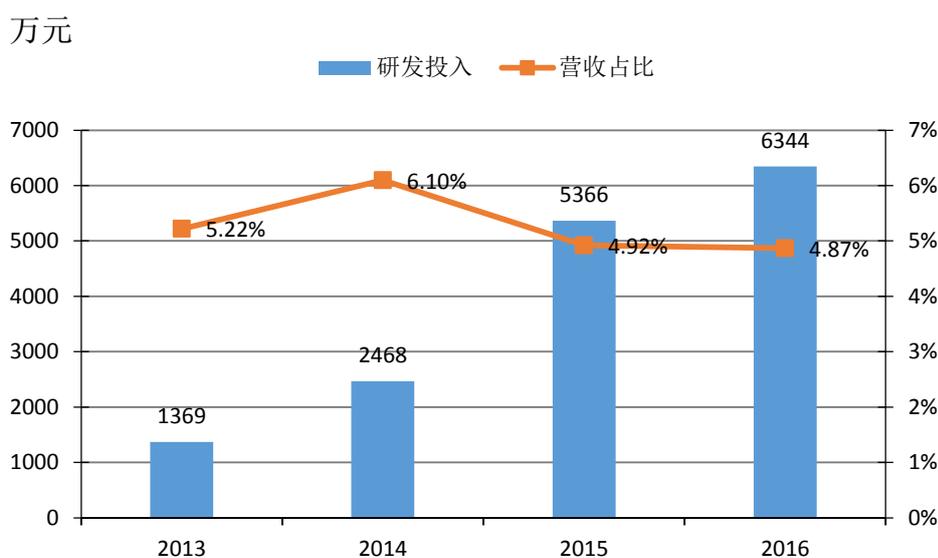
图 1-7: 公司各业务板块的毛利率情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司自成立以来, 一直专注于精密金属件制造领域, 重视技术研发。2013 年到 2016 年间, 公司的研发费用分别为 1369 万元、2468 万元、5366 万元和 6344 万元, 占总营收的比重分别达到 5.55%、6.10%、4.92%和 4.87%。目前, 公司已经掌握了精密模具、冲压、切削、压铸、CNC、PVD、阳极氧化、粉末成型、注塑等一整套完备的精密金属制造工艺, 并且具有丰富的产品线, 可以为客户提供一站式的服务。

图 1-8: 公司的研发投入及营收占比情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

(三) 募投项目助力，产能瓶颈得到解决

公司 IPO 募集资金净额约 9 亿元，其中 4.13 亿元用于精密金属结构件制造项目，8314 万元用于研发中心建设，3 亿元用于高精密电子产品金属件生产线技改项目，1.2 亿元用于补充流动资金。根据公司公告，精密金属结构件制造项目达产后将新增消费电子精密金属结构件年产能 9000 万件，新增医疗手术器械结构件年产能 450 万件；高精密电子产品金属件生产线技改项目完成后，将新增高精密电子产品金属件产能 9500 万件，主要生产标志类、手机中板类、按键类电子产品。预计对着募投项目的投产，公司的产能将进一步得到扩充，实现产能瓶颈的突破。

表 2-1: 公司募投项目情况

| 序号 | 项目名称 | 建设期 | 投资预算 | 募集资金使用量 | 产能 |
|----|-------------------|-----|------------|------------|--|
| 1 | 精密金属结构件制造项目 | 2 年 | 41272.6 万元 | 41272.6 万元 | 新增消费电子精密金属结构件 9000 万件、医疗手术器械结构件 450 万件的年产能 |
| 2 | 研发中心建设项目 | 2 年 | 8313.8 万元 | 8313.8 万元 | |
| 3 | 高精密电子产品金属件生产线技改项目 | 2 年 | 30000 万元 | 30000 万元 | 新增高精密电子产品金属件 9500 万件的年产能，主要生产标志类、手机中板类、按键类电子产品 |
| 4 | 补充流动资金 | -- | 12000 万元 | 12000 万元 | -- |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

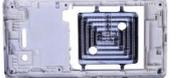
二、3C 业务迅速崛起，享行业趋势红利

(一) 供货消费电子终端领域龙头，受益下半年换机潮

公司的消费电子结构件产品主要应用于智能手机、平板电脑、笔记本电脑。从 2012 年以来，公司消费电子业务收入占比持续增长。2016 年，消费电子结构件收入占比达到 83.93%，成为公司收入的主要来源。

公司较早涉足消费电子领域。2008 年，原全资子公司科森精密即开始与富士康、仁宝公司合作，为其提供较高精度、较高品质的产品应用于手机零部件制造上。2011 年下半年，公司开始与捷普集团接触并积极争取进入供应商名单，2012 年下半年开始承接平板电脑按钮类的大额订单。此后，公司消费电子结构件业务快速增长。目前，公司已拥有捷普集团、富士康等知名客户，产品应用于苹果、联想、索尼、乐视等品牌手机及平板电脑相关产品，包括静音键按键类、音量键按钮基座类、镜头环类、背光条类、中板类、子母连接器、Wi-Fi 芯片元器件、指纹识别按键基座、平板电脑底板、数据线接口、手机保护壳、智能手环壳、智能手环盘、标志类等多个类别的产品。

图 2-1: 公司消费电子类结构件产品

| 产品类型 | 图例 | 用途及特点 |
|-------------|---|---|
| 静音键按键类 |  | 平板电脑音量按键, 表面光滑、美观, 边缘呈阶梯状且纹理一致, 内孔螺纹精细、耐用, 与其他结构件组装后无间隙 |
| 音量键按钮基座类 |  | 平板电脑音量按钮基座, 边缘光滑, 性能稳定, 耐用, 不易偏移 |
| 镜头环类 |  | 手机、平板电脑镜头环, 在左下角和右上角铆接附件, 精确度高, 铆接后不易松动, 镜头环外观有光泽 |
| 背光条类 |  | 平板电脑解锁滑轨, 稳定性强, 多次使用后轨道不会产生误差, 材质较软、产品完全无划痕 |
| 中板类产品 |  | 用于连接手机前后盖和安装手机各种零部件的载体, 加工精度高、可承载极小的零部件、稳定性强、美观耐用 |
| 子母连接器 |  | 用于手机数据线接口, 母连接器外观弧度强, 光滑, 子连接器与母连接器组装后无晃动, 对数据线无损伤, 耐用 |
| Wi-Fi 芯片元器件 |  | 用于支撑Wi-Fi芯片, 表面光滑、美观, 定位孔均匀、准确, 耐用, 与其他结构件组装后无松动 |
| 指纹识别按键基座 |  | 用于手机指纹识别键基座, 具有多级台阶, 最底层为四方形, 用于定位, 结实耐用; 最上层为圆形, 为手机外观件, 光亮度高 |
| 平板电脑底板 |  | 用于支撑平板电脑液晶屏, 平面度极高 |
| 数据线接口 |  | 硬度高、嵌入平板电脑中的四个螺纹孔组装后保持长期不晃动, 稳定、外观光亮 |
| 手机保护壳 |  | 用于手机保护壳的前盖, 外观透明度高, 视觉上有纹路, 但触摸时光滑, 由于材质较脆, 加工难度较高 |
| 智能手环壳 |  | 50米防水; 重量轻; 经过多道工艺 |
| 智能手环盘 |  | 表面有光滑的刀纹; 使用了镭雕等多道工艺, 使中间白色部分达到极薄, 手环内的光可以射穿盘面, 使用户可以看清各项提示信息, 同时薄而不透, 达到防水效果 |
| 标志类产品 |  | 手机、平板电脑标识, 经过冲压、铣削等多道工艺, 表面光滑如镜, 用肉眼看不出任何瑕疵, 边缘光滑且无缝隙地嵌入手机、平板电脑, 与之成为一体且不易掉落 |

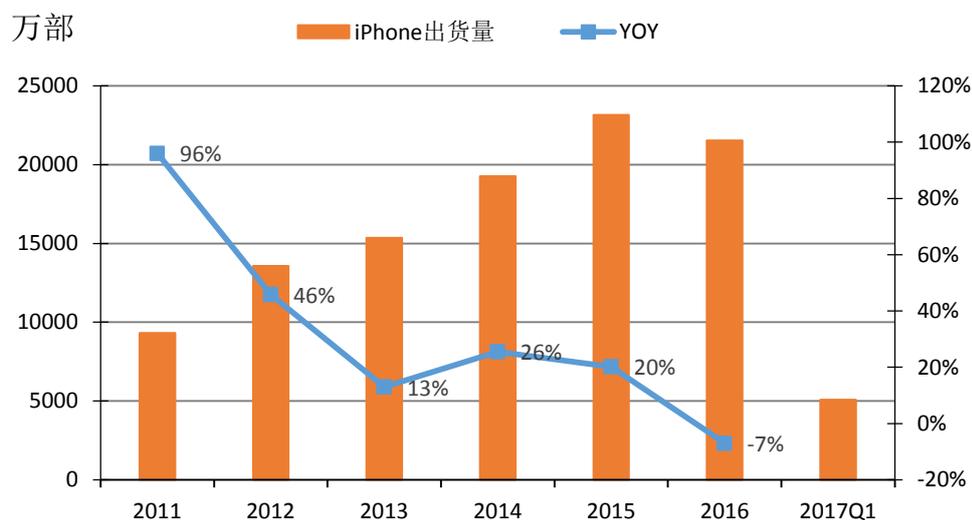
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

进入消费电子终端领域龙头供应链体系，彰显技术实力。苹果公司是公司目前最大的终端客户，2013年至2015年间，终端客户苹果公司贡献的销售额占公司主营业务收入的比重分别为52.09%、61.17%、84.18%。公司提供的产品也由最初单一的iPad系列拓展到iPhone手机、iPad、iPad Pencil、MacBook。

根据统计数字，苹果公司智能手机产品iPhone的2015年和2016年的销量分别为2.32亿部和2.15亿部。2017年下半年，苹果公司将推出新一代iPhone，我们判断将有较大的升级，有望引入无线充电等新功能。而新功能的引入有望提升手机对精密金属结构件的需求。

iPhone7和iPhone7 Plus相较于iPhone6功能等变化较少，销量表现并不好，2016年总体销量低于iPhone6和iPhone6 Plus。根据行业每隔两年出现的换机潮，叠加新一代iPhone在功能和外观上的升级，预计下半年有望迎来换机潮，新一代iPhone销量有望大幅提升。

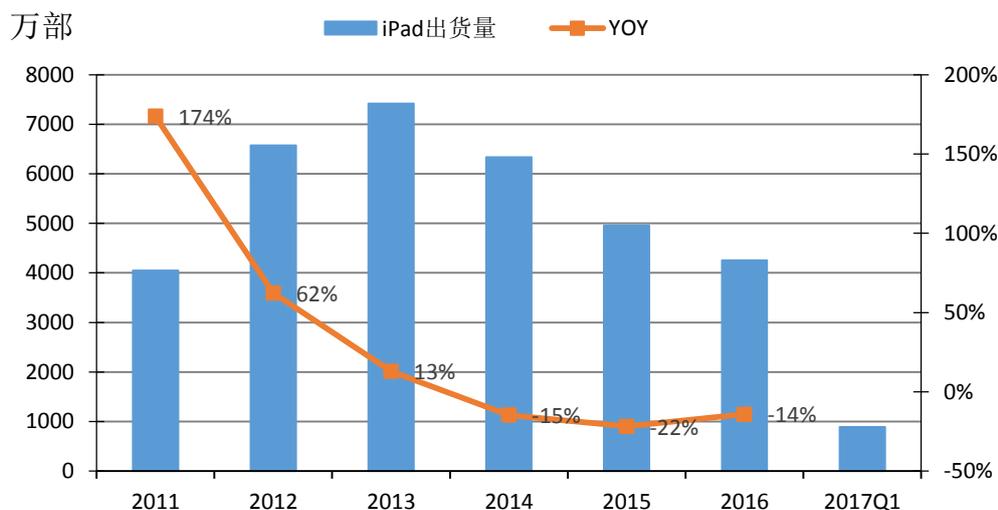
图 2-2: 苹果公司 iPhone 销量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

苹果公司于2010年推出iPad。2016年，iPad出货量为4255万台。2015年9月，苹果公司推出iPad Pro专用笔Apple Pencil，售价99美元。公司为Apple Pencil提供的金属件超过20件，并且占据绝大部分市场份额。

图 2-3: 苹果公司 iPad 出货量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2-4: Apple Pencil



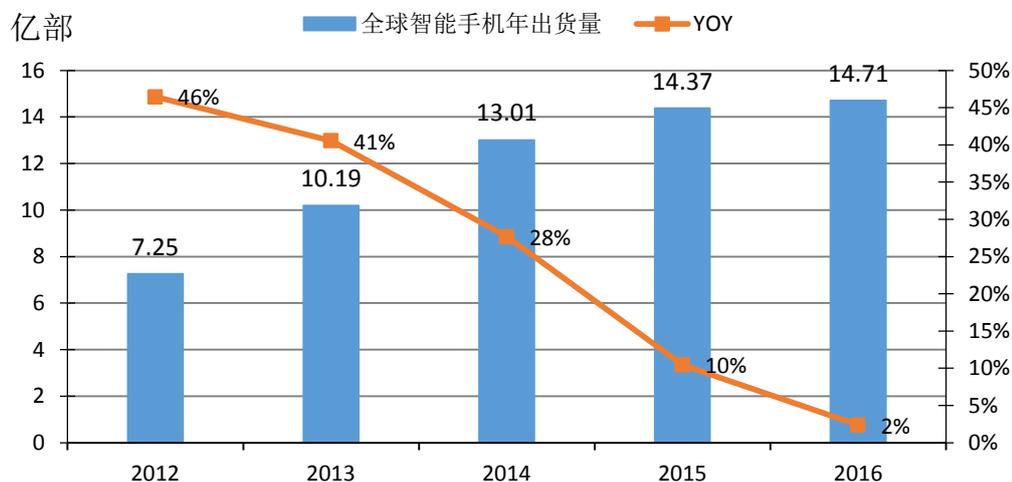
资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 美观+多功能提升金属件渗透率，玻璃+不锈钢中框提升附加值

近年来，以智能手机为代表的消费电子终端迅速发展。据 IDC 统计数据，2003 年全球智能手机出货量为 957 万部，到 2016 年，全球智能手机的出货量已经增长到 14.70 亿部。并且 IDC 预测，2017 年全球智能手机的出货量将接近 17 亿部。国内智能手机品牌也在迅速成长。据工信部统计数据，2012 年到 2015 年，国内品牌厂商的智能手机出货量分别为 3.69 亿部、4.61 亿部、3.54 亿部和 4.29 亿部，2016 年，出货量达到 4.98 亿部，超过全球智能手机。本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

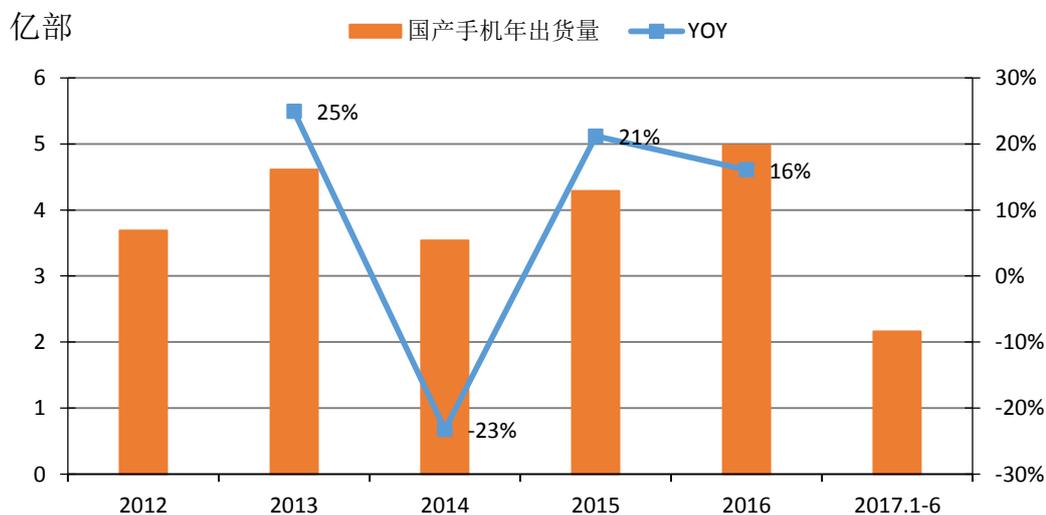
机总出货量的三分之一。

图 2-5: 全球智能手机出货量



资料来源: IDC, 民生证券研究院

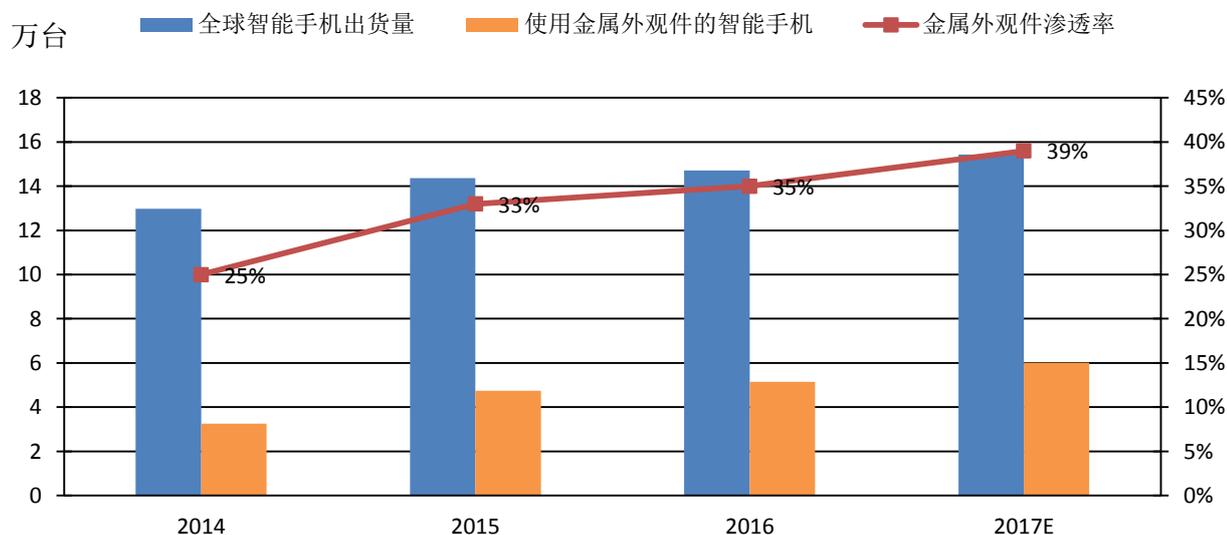
图 2-6: 国内品牌智能手机出货量



资料来源: 工信部, 民生证券研究院

在智能手机等消费电子终端的飞速发展的背景下, 消费者对于智能手机等终端的外观和功能的要求也在逐渐提升。而金属外观件相对于工程塑料材质, 在美观度方面更具有优势, 更受消费者青睐。预计未来中低端智能手机金属材质的精密结构件渗透率将进一步提升。

图 2-7: 智能手机金属外观件的渗透率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

作为便携式的移动终端, 多功能化、大屏幕、轻薄化是智能手机发展的方向。智能手机对于大屏幕的追求, 将导致机身结构件的面积越来越小。而精密金属结构件相较于塑胶结构件具有更好的拉力强度, 有望得到更多应用。智能手机各种新功能的引入也将带来精密金属件需求的提升, 如无线充电功能的增加将带来对电磁屏蔽结构件的需求。

图 2-8: 三星 S6 无线充电



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

便携是智能手机演进所必须考量的因素之一, 而大屏幕带来的操作的便捷性和良好的感

用户体验却获得更多消费者的青睐，因此屏占比的提升受到重视，全面屏成为智能手机发展的新潮流。全面屏的采用将对中框提出更高的强度要求。另一方面，5G 通信到来后，智能手机后盖有望向玻璃和陶瓷演进，对中框强度的要求也将提升。

根据相关报道，苹果公司 2017 下半年推出的 OLED 版本 iPhone 新产品预计将采用玻璃+不锈钢中框的方案。而不锈钢中框相较于铝合金中框，强度更高，但对于加工工艺的要求更高，加工工序更加复杂，加工时间更长，因此附加值也更高。根据我们产业链调研获悉，不锈钢中框的价值在 220 元左右，而铝合金中框的价值在 150 元-180 元。

小米于 2014 年发布的小米 4 即采用了不锈钢边框。小米 4 的边框材质为奥氏体 304 不锈钢，最初是由一块 309 克的钢板经过 40 道制程 193 道工序，再经过锻压成型的工艺、8 次 CNC 数控机床加工打磨而成，加工过程长达 32 个小时，最终重量为 19 克。

图 2-8：小米 4 不锈钢边框的 8 次 CNC 加工



资料来源：小米官网，民生证券研究院

图 2-9：小米 4 不锈钢边框



资料来源：小米官网，民生证券研究院

在苹果公司的引领下，玻璃+不锈钢中框的解决方案有望成为新的趋势。公司在精密金属结构件加工方面技术领先，具备不锈钢、铝合金等多种金属材质的加工工艺。不锈钢中框采用锻压+CNC 加工的工艺，具有更高的附加值，公司有望受益于这一行业趋势。

三、医疗领域稳步推进，光伏支架锦上添花

（一）医疗领域有序推进，为长期业绩增长护航

在医疗手术器械领域，精密金属制造主要提供微创手术刀片、刀杆、刀柄、止血钳等微创手术器械。微创手术器械对加工设备、加工效率、加工精度具有极高的要求，属于制造业中真正的精密领域。公司的主要产品包括血管切割、闭合手术器械、组织融合开放器械、微创腹腔镜手术器械、吸引凝血器类产品、手术刀夹持护管、超声刀夹持扩管、肠道吻合器械、外科发生器类产品、足外翻矫正器零件、骨科手术用工具、骨钉、手术刀夹持护板、胫骨髓内棒等。2016 年，公司医疗手术器械结构件的业务收入为 7503 万元，占总营收的 5.76%，毛利率达到 57.02%。

公司全资子公司科森精密于 2008 年开始和柯惠集团沟通合作，试制微创手术器械结构件产品，积极争取进入供应商名单，并开始小批量供货。自 2014 年起，公司连续两年获得柯惠集团颁发的年度全球供应商质量大奖。在保持与柯惠良好合作关系的同时，积极拓展客户，2016 年，公司以美敦力收购柯惠为契机，顺利成为美敦力旗下其他公司的供应商。

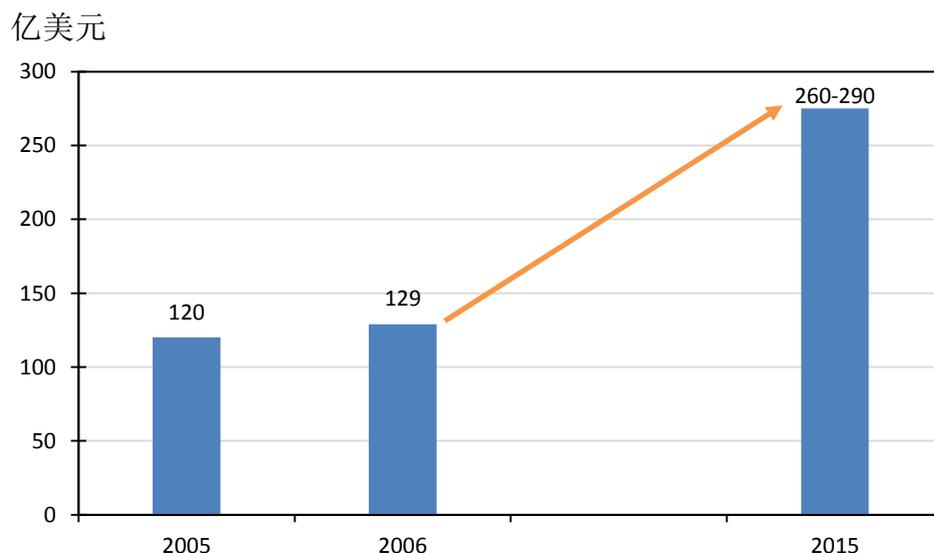
图 3-1: 公司医疗手术器械领域的主要产品

| 产品名称 | 图例 | 用途 | 产品特性 |
|-------------|---|--|--|
| 血管切割、闭合手术器械 |  | 对血管、组织施加电外科能量和作用力, 实现血管结扎操作 | 体积小、质量轻、环境性能强、自动组装方便、适合各种焊接条件、通用性强 |
| 组织融合开放器械 |  | 用于肠切除手术、泌尿系统手术、整形手术、妇科手术 | 连接可靠性高、可防水、防尘、适应高电流、环境性能强、寿命长、通用性强 |
| 微创腹腔镜手术器械 |  | 用于腹腔镜外科手术, 对血管/组织施加电外科能量和作用力, 实现血管结扎操作 | 机械式的连接可靠性高、安装与更换方便、环保、免焊接工艺、可实现维修 |
| 吸引凝血器类产品 |  | 用于凝固组织和吸引流体 | 连接可靠性高、防水、防尘、适应高电流、环境性能强、寿命长、更换方便 |
| 手术刀夹持护管 |  | 手术刀外管 | 管体有一字排开的布线槽, 精度较高, 直线度高, 没有锐角、台阶, 组装后稳定性高 |
| 超声刀夹持护管 |  | 超声手术刀的外管 | 使用了扩口技术, 使外管一侧均匀扩张并有足够的稳定性和强度, 管体进行了激光切割, 并保持了产品外观的光洁度 |
| 肠道吻合器械 |  | 用于消化道手术和腹腔镜手术中的端端吻合、端侧吻合和侧侧吻合 | 连接可靠性高、适应高电流、通用性强 |
| 外科发生器类产品 |  | 一种取代机械手术刀进行组织切割的电外科器械 | 精度高、可实现复杂形状、节约空间、针对性强 |
| 足外翻矫正器零件 |  | 用于足外翻矫正 | 由七个零件经氩弧焊焊而成, 无焊疤, 零件形状复杂, 加工难度极高, 美观、精确 |
| 骨科手术用工具 |  | 用于手术中对骨头进行钻孔 | 螺纹长、精细、加工难度高, 组装时使用了冲压翻边技术 |
| 骨钉 |  | 用于手术中连接钢板 | 精度高 |
| 手术刀夹持护板 |  | 用于保护夹持手术刀 | 平面度高, 各个定位孔的相对位置精确, 上端的除刀槽为阶梯状, 产品组装吻合度高, 使用过程稳定 |
| 胫骨髓内棒 |  | 用于固定胫骨 | 产品一端有三个一字槽, 在加工过程中不易保持直线度, 三个槽之间各保持120度, 产品槽底和边缘均为圆滑 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

微创手术在欧美等发达国家已经开始全面普及，国内虽然起步较晚，但发展迅速。随着微创手术的推广和普及，微创手术器械的市场规模迅速增长。根据 Frost & Sullivan 的预计，2015 年全球微创手术器械销售额可望达到 260 亿~290 亿美元。

图 3-2：全球微创手术器械市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

近几年，公司医疗手术器械结构件业务稳步推进。从 2013 年至 2016 年，公司医疗手术器械结构件业务的收入规模从 5217 万元增长到 7503 万元。鉴于微创手术器械市场空间较大，公司在医疗手术器械结构件领域布局较早，并与柯惠集团建立了良好的合作关系，未来医疗板块业务有望逐渐进入业绩放量期，迎来高增长。

（二）光伏行业复苏，助力结构件业务稳步发展

在光伏领域，公司的主要产品为太阳能支架产品，主要客户为 Solar City，后新增 Ironridge。Solar City 是美国最大的太阳能公司，成立于 2006 年，并于 2012 年 12 月在美国纳斯达克上市。2016 年 11 月 17 日，特斯拉以 26 亿美元收购 Solar City，至此，Solar City 成为特斯拉汽车旗下公司。

公司的光伏结构件业务近几年营收基本处于比较稳定的状态，2016 年光伏结构件业务贡献收入 4851 万元，占总营收的比重为 3.72%，毛利率为 15.76%，业务占比相较于医疗和消费电子结构件处于较低水平。

图 3-3: 光伏安装系统和支架



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

从全球光伏产业的发展情况来看, 2008 年金融危机之后, 全球经济回暖, 光伏产业在各国政府的扶持下强劲复苏。2009 年全球新增光伏装机同比增长超过 1 倍。进入 2011 年后, 受欧债危机影响, 全球光伏产业再次陷入低迷。经过几年的调整之后, 近两年光伏行业重新进入稳步发展轨道, 2015 年以来全球每年的新增光伏装机规模稳步上升。公司光伏结构件业务受益于全球光伏行业的复苏, 有望维持稳定发展势头。

图 3-4: 2008-2016 年, 全球每年新增光伏装机量



资料来源: 21 世纪可再生能源政策网, 民生证券研究院

四、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

公司目前业绩主要来源于消费电子精密结构件、医疗手术器械结构件、光伏产品结构件和一般金属精密结构件等。短期来看,受益于消费电子的迅速发展,公司的消费电子精密结构件业务将成为驱动业绩增长的主力,随着募投项目产能的逐步释放,现有产能瓶颈得以突破,公司将迎来业绩释放期;长期来看,医疗手术器械结构件业务经过多年的积累,将逐渐进入高增长期,打开公司未来业绩增长空间。

消费电子精密结构件业务目前在公司的营收中占比较大,2016年占比达到83.93%,主要产品包括按键类、中板类、连接器等产品,应用于苹果、索尼、联想等终端客户的产品上。其中,苹果公司贡献的销售额占公司总营收的比重较大,2013-2015年,终端客户苹果公司贡献的销售额占公司主营业务收入的比重分别为52.09%、61.17%、84.18%。短期看,苹果公司新产品的升级和销量的提升,募投产能的释放,以及智能手机中框采用“不锈钢”材质的趋势等,将使得消费电子结构件业务成为驱动公司业绩增长的主力。

医疗手术器械结构件业务目前在公司营收中的占比较小,但毛利率较高。2016年,医疗手术器械结构件板块的收入占总营收的5.76%,毛利率高达57.02%。公司与柯惠集团在医疗手术器械结构件领域合作较早,经过多年的积累和铺垫,我们预计公司的医疗手术器械结构件业务有望逐渐进入业绩高增长期。

光伏产品结构件业务毛利率相对较低,总营收占比也较低,主要客户为Solar City等。受益于全球光伏行业的复苏,我们预计,公司的光伏产品结构件业务有望维持稳中向好的发展趋势。

具体业务拆分如下:

表 4-1: 科森科技营业收入分项预测 (单位:百万元)

| | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 消费电子结构件 | 营业收入 | 1093.40 | 2405.48 | 4329.86 | 5628.82 |
| | 营业收入 YOY | | 120% | 80% | 30% |
| | 营业成本 | 765.71 | 1659.78 | 3030.90 | 3940.18 |
| | 营业成本 YOY | | 117% | 83% | 30% |
| | 毛利率 | 29.97% | 31.00% | 30.00% | 30.00% |
| 医疗手术器械结构件 | 营业收入 | 75.03 | 112.55 | 180.07 | 306.12 |
| | 营业收入 YOY | | 50% | 60% | 70% |
| | 营业成本 | 32.25 | 48.39 | 77.43 | 131.63 |
| | 营业成本 YOY | | 50% | 60% | 70% |
| | 毛利率 | 57.02% | 57.00% | 57.00% | 57.00% |
| 光伏产品结构件 | 营业收入 | 48.51 | 50.94 | 53.48 | 56.16 |
| | 营业收入 YOY | | 5% | 5% | 5% |
| | 营业成本 | 40.86 | 43.04 | 45.19 | 47.45 |
| | 营业成本 YOY | | 5% | 5% | 5% |
| | 毛利率 | 15.76% | 15.50% | 15.50% | 15.50% |
| 一般精密金属结构件 | 营业收入 | 32.74 | 32.09 | 31.44 | 30.81 |

| | | | | | |
|----|----------|---------|---------|---------|---------|
| | 营业收入 YOY | | -2% | -2% | -2% |
| | 营业成本 | 26.10 | 25.67 | 25.15 | 24.65 |
| | 营业成本 YOY | | -2% | -2% | -2% |
| | 毛利率 | 20.27% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 其他 | 营业收入 | 53.09 | 40.00 | 40.00 | 40.00 |
| | 营业收入 YOY | | -25% | 0% | 0% |
| | 营业成本 | 20.09 | 15.20 | 15.20 | 15.20 |
| | 营业成本 YOY | | -24% | 0% | 0% |
| | 毛利率 | 62.15% | 62.00% | 62.00% | 62.00% |
| 合计 | 营业收入 | 1302.77 | 2641.05 | 4634.86 | 6061.92 |
| | 营业收入 YOY | | 103% | 75% | 31% |
| | 营业成本 | 885.02 | 1792.08 | 3193.88 | 4159.11 |
| | 营业成本 YOY | | 102% | 78% | 30% |
| | 毛利率 | 32.07% | 32.14% | 31.09% | 31.39% |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 投资建议

估值方面，采用 PE 相对估值法。预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 1.87、3.08 和 4.10 元，当前股价对应的 PE 分别为 30X、18X 和 14X。考虑公司深耕精密金属结构件制造领域，客户品牌优势明显，业绩增长弹性大，给予公司 2017 年 40~45 倍 PE，未来 12 个月合理估值 74.80~84.15 元，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

表 4-2：国内可比上市公司估值表（截止至报告前一个交易日）

| 代码 | 重点公司 | 现价 7月19日 | EPS | | | | PE | | | |
|--------|------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 300115 | 长盈精密 | 33.41 | 1.00 | 1.57 | 2.43 | 2.98 | 33 | 21 | 14 | 11 |
| 300083 | 劲胜精密 | 8.75 | 0.09 | 0.40 | 0.58 | 0.75 | 97 | 22 | 15 | 12 |
| 002635 | 安洁科技 | 33.66 | 1.00 | 1.57 | 2.43 | 2.98 | 34 | 21 | 14 | 11 |
| 002384 | 东山精密 | 23.59 | 0.17 | 0.62 | 0.82 | 0.99 | 139 | 38 | 29 | 24 |
| | 平均 | | | | | | 76 | 26 | 18 | 15 |
| 603626 | 科森科技 | 56.12 | 1.20 | 1.87 | 3.08 | 4.10 | 47 | 30 | 18 | 14 |

资料来源：公司官网，民生证券研究院

五、风险提示

下游产品更新换代风险；募投项目投产进度不达预期；客户集中度风险。

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表(百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 1,303 | 2,641 | 4,635 | 6,062 |
| 营业成本 | 885 | 1,792 | 3,194 | 4,159 |
| 营业税金及附加 | 8 | 16 | 28 | 36 |
| 销售费用 | 32 | 59 | 102 | 132 |
| 管理费用 | 156 | 314 | 552 | 721 |
| EBIT | 222 | 460 | 760 | 1,013 |
| 财务费用 | 7 | 4 | 4 | 4 |
| 资产减值损失 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 214 | 456 | 755 | 1,009 |
| 营业外收支 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 219 | 464 | 763 | 1,017 |
| 所得税 | 30 | 70 | 114 | 152 |
| 净利润 | 189 | 394 | 649 | 864 |
| 归属于母公司净利润 | 189 | 394 | 649 | 864 |
| EBITDA | 276 | 530 | 846 | 1,116 |

| 资产负债表(百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 83 | 1247 | 1595 | 2209 |
| 应收账款及票据 | 567 | 1085 | 1905 | 2491 |
| 预付款项 | 6 | 27 | 48 | 62 |
| 存货 | 86 | 142 | 254 | 331 |
| 其他流动资产 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 流动资产合计 | 761 | 2540 | 3867 | 5178 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 594 | 763 | 923 | 1086 |
| 无形资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产合计 | 729 | 873 | 997 | 1105 |
| 资产合计 | 1490 | 3413 | 4864 | 6282 |
| 短期借款 | 120 | 120 | 120 | 120 |
| 应付账款及票据 | 472 | 853 | 1521 | 1980 |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 700 | 1187 | 1990 | 2544 |
| 长期借款 | 90 | 90 | 90 | 90 |
| 其他长期负债 | 94 | 94 | 94 | 94 |
| 非流动负债合计 | 184 | 184 | 184 | 184 |
| 负债合计 | 884 | 1371 | 2174 | 2728 |
| 股本 | 158 | 211 | 211 | 211 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 606 | 2041 | 2690 | 3554 |
| 负债和股东权益合计 | 1490 | 3413 | 4864 | 6282 |

| 主要财务指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 19.5% | 102.7% | 75.5% | 30.8% |
| EBIT 增长率 | -16.0% | 107.4% | 65.1% | 33.3% |
| 净利润增长率 | -4.7% | 108.7% | 64.6% | 33.2% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 32.1% | 32.1% | 31.1% | 31.4% |
| 净利润率 | 14.5% | 14.9% | 14.0% | 14.3% |
| 总资产收益率 ROA | 12.7% | 11.6% | 13.3% | 13.8% |
| 净资产收益率 ROE | 31.2% | 19.3% | 24.1% | 24.3% |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.1 | 2.1 | 1.9 | 2.0 |
| 速动比率 | 1.0 | 2.0 | 1.8 | 1.9 |
| 现金比率 | 0.1 | 1.1 | 0.8 | 0.9 |
| 资产负债率 | 0.6 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 167.8 | 150.0 | 150.0 | 150.0 |
| 存货周转天数 | 29.8 | 29.0 | 29.0 | 29.0 |
| 总资产周转率 | 0.9 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 1.2 | 1.9 | 3.1 | 4.1 |
| 每股净资产 | 3.8 | 9.7 | 12.8 | 16.9 |
| 每股经营现金流 | 2.5 | 1.6 | 2.6 | 3.9 |
| 每股股利 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 46.8 | 30.0 | 18.2 | 13.7 |
| PB | 14.6 | 5.8 | 4.4 | 3.3 |
| EV/EBITDA | 43.4 | 20.4 | 12.4 | 8.8 |
| 股息收益率 | 0.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

| 现金流量表(百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 189 | 394 | 649 | 864 |
| 折旧和摊销 | 55 | 70 | 87 | 103 |
| 营运资金变动 | 141 | (127) | (176) | (143) |
| 经营活动现金流 | 400 | 333 | 556 | 820 |
| 资本开支 | 244 | 205 | 203 | 203 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (232) | (205) | (203) | (203) |
| 股权募资 | 0 | 1,041 | 0 | 0 |
| 债务募资 | (143) | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | (182) | 1,036 | (4) | (4) |
| 现金净流量 | (14) | 1,164 | 349 | 613 |

资料来源:公司公告、民生证券研究院

插图目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 1-1: 公司发展阶段..... | 4 |
| 图 1-2: 公司股权结构..... | 5 |
| 图 1-3: 公司发展阶段..... | 5 |
| 图 1-4: 公司营业收入及增长情况..... | 6 |
| 图 1-5: 公司净利润及增长情况..... | 6 |
| 图 1-6: 公司 2016 年的收入结构..... | 7 |
| 图 1-7: 公司各业务板块的毛利率情况..... | 8 |
| 图 1-8: 公司的研发投入及营收占比情况..... | 8 |
| 图 2-1: 公司消费电子类结构件产品..... | 10 |
| 图 2-2: 苹果公司 iPhone 销量..... | 11 |
| 图 2-3: 苹果公司 iPad 出货量..... | 11 |
| 图 2-4: Apple Pencil..... | 12 |
| 图 2-5: 全球智能手机出货量..... | 13 |
| 图 2-6: 国内品牌智能手机出货量..... | 13 |
| 图 2-7: 智能手机金属外观件的渗透率..... | 14 |
| 图 2-8: 三星 S6 无线充电..... | 14 |
| 图 2-8: 小米 4 不锈钢边框的 8 次 CNC 加工..... | 15 |
| 图 2-9: 小米 4 不锈钢边框..... | 15 |
| 图 3-1: 公司医疗手术器械领域的主要产品..... | 17 |
| 图 3-2: 全球微创手术器械市场规模..... | 18 |
| 图 3-3: 光伏安装系统和支架..... | 19 |
| 图 3-4: 2008-2016 年, 全球每年新增光伏装机量..... | 19 |

表格目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 表 2-1: 公司募投项目情况..... | 9 |
| 表 4-1: 科森科技营业收入分项预测 (单位: 百万元)..... | 20 |
| 表 4-2: 国内可比上市公司估值表 (截止至报告前一个交易日)..... | 21 |

分析师与研究助理简介

郑平，TMT组组长。中国人民大学管理学博士，中国石油大学商学院MBA导师，中央民族大学创业导师；拥有近十年TMT领域研究经验，2016年加盟民生证券。

王达婷，电子行业研究助理。复旦大学微电子学与固体电子学硕士，2016年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--|------|-------------------------|
| 以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深300指数涨幅20%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间 |
| | 中性 | 相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| | 回避 | 相对沪深300指数下跌10%以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。 | 推荐 | 相对沪深300指数涨幅5%以上 |
| | 中性 | 相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间 |
| | 回避 | 相对沪深300指数下跌5%以上 |

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层；518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

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。