

深耕消费电子精密金属件制造，拐点已现，空间打开

科森科技(603626)

核心观点：2020年为全球5G商用元年与苹果革新“大年”，预计新一轮换机潮，有望刺激消费电子金属结构件需求整体回暖，公司业绩弹性有望提升，同时盈利能力回升弹性极大。

► **精密金属制造高新技术企业，下游深耕消费电子行业。**

2014-2018年公司营业收入从4.05亿元增至24.08亿元，CAGR达35.96%。其中手机及平板电脑结构件为主要收入来源，占比达80%以上，产品应用于苹果公司、索尼、联想等国际知名客户终端产品。公司同时发展医疗手术器械（核心客户美敦力）、光伏产品结构件（核心客户Solar City）和电子烟业务，扩充产品结构，借助金属件加工技术通用性打开下游应用场景。

► **行业高景气周期开启，业绩有望大幅增厚：**作为苹果核心供应商，公司布局iPhone不锈钢/铝中框、pencil金属件、Macbook及iPad金属件。2020年为3C确定性大年，换机潮将带动上游金属结构件需求弹性的大幅增长，公司业绩有望实现触底回升。同时公司产品有望突破新客户，打开空间！

► **19年大额存货计提拖累业绩，新任管理层到位，股权激励落地，彰显公司变革信心：**19年前三季度公司管理费用率高企，同时公司2019年一次性计提存货减值4200万，大幅拖累业绩。19年底新到任总经理来自苹果供应商赫比国际，公司运营管理能力及市场开拓有望加速，利润率拐点确定性强。

盈利预测：预测公司2019-2021年收入分别为20.99、31.52、43.64亿元，对应归母净利润-1.92、2.03、3.01亿元。给予公司2020年40倍PE估值，目标价19.20元，首次覆盖（华西机械&电子联合覆盖），给予买入评级。

风险提示

1) 下游行业波动风险；2) 公司业绩随下游产品更新换代而波动的风险；3) 客户集中风险。

盈利预测与估值

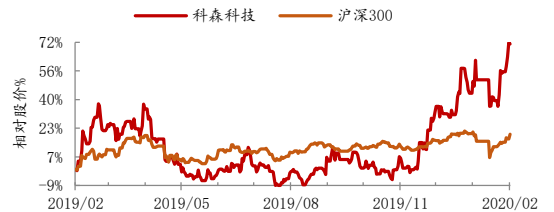
财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2164.96	2408.32	2099.48	3151.88	4364.09
YoY (%)	66.18%	11.24%	-12.82%	50.13%	38.46%
归母净利润(百万元)	222.40	124.68	-192.22	203.25	300.76
YoY (%)	17.74%	-43.94%	-254.17%	205.74%	47.97%
毛利率 (%)	29.33%	24.07%	23.26%	24.95%	24.52%
每股收益 (元)	0.52	0.29	-0.45	0.48	0.71
ROE	12.65%	6.69%	-11.49%	10.84%	13.82%
市盈率	19.80	35.32	-22.91	21.66	14.64

资料来源：wind, 华西证券研究所

评级及分析师信息

评级： 买入
上次评级： 首次覆盖
目标价格： 19.20
最新收盘价： 14.90

股票代码： 603626
52周最高价/最低价： 14.90/7.29
总市值(亿) 58.19
自由流通市值(亿) 58.19
自由流通股数(百万) 423.81



分析师：刘菁
 邮箱：liujing2@hx168.com.cn
 SAC NO：S1120519110001

分析师：孙远峰
 邮箱：sunyf@hx168.com.cn
 SAC NO：S1120519080005

分析师：俞鹏飞
 邮箱：yunf@hx168.com.cn
 SAC NO：S1120519120002

联系人：田仁秀
 邮箱：tianrx@hx168.com.cn

联系人：李思扬
 邮箱：lisy3@hx168.com.cn

华西机械&电子联合覆盖

正文目录

1. 国内精密金属制造领先企业，业绩有望随行业复苏	4
1.1. 精密金属制造高新技术企业，客户覆盖核心消费电子巨头	4
1.2. 营收增速平缓，受行业景气度下滑拖累核心业务利润	5
1.3. 收购元诚电子，布局电子烟领域业务	7
1.4. 5G 商用+“苹果”大年，公司业绩有望随行业复苏	7
2. 以消费电子为核心，同时拓展医疗、光伏等新兴领域	8
2.1. 精密金属制造与消费电子密切相关，应用广泛	8
2.2. 微创手术对精密程度要求极高，刺激高精密医疗金属器件需求发展	11
2.3. 光伏产业发展迅猛，支架对太阳能系统重要性日益提升	12
3. 盈利预测及投资建议	14
3.1. 盈利预测	14
3.2. 投资建议	15
4. 风险提示	15

图目录

图 1 公司于 2013 年起逐步打入苹果供应链，不断获得下游客户认可	4
图 2 下游终端客户覆盖多家国际知名电子产品类企业	4
图 3 2014-2019 年前三季度营收情况	5
图 4 2014-2019 年前三季度归母净利润情况	5
图 5 2015-18 年公司主要业务收入情况（亿元）	6
图 6 手机及平板电脑结构件收入占比 80% 以上	6
图 7 受消费电子行业萎靡，公司盈利能力有所下滑	6
图 8 核心业务板块毛利率下滑明显	6
图 9 公司近年三费比率情况	7
图 10 公司费用主要由管理及研发费用构成	7
图 11 电子烟已逐渐受到广大消费者欢迎	7
图 12 中国是最大烟草消费国，成长潜力巨大	7
图 13 5G 商用化将推动行业需求变革	8
图 14 Iphone12 谍照	8
图 15 以苹果为代表引领的消费电子市场爆发，带动精密金属制造领域需求提升	8
图 16 全球智能手机出货量保持平稳	9
图 17 中国手机销量有所下滑	9
图 18 性能提升带动下，平板电脑出货量将保持稳定	9
图 19 全球 Ipad 产品出货量增速放缓	9
图 20 全球笔记本出货下滑趋势有所减缓	10
图 21 全球 PC 出货增速触底回升	10
图 22 金属外壳已在智能手机大量普及	10
图 23 苹果手机带动下，金属结构件需求从 15 年爆发	10
图 24 iPhoneX 采用双面玻璃+金属中框设计	11
图 25 公司消费电子领域主要产品示意图	11
图 26 专业微创手术室示意图	12
图 27 美国为最大微创手术市场	12
图 28 公司医疗领域产品示意图	12
图 29 中国为光伏产业最大市场	13
图 30 全球光伏装机量增长迅猛	13
图 31 光伏系统精密金属安装支架示意图	13
图 32 全球超 GW 级光伏市场已达到 16 个以上	13

表目录

表 1 科森科技分业务盈利预测	14
表 2 科森科技可比公司估值表	15

1. 国内精密金属制造领先企业，业绩有望随行业复苏

1.1. 精密金属制造高新技术企业，客户覆盖核心消费电子巨头

公司前身科森精密成立于 2003 年，2017 年上市。产品包括：手机及平板电脑结构件、医疗手术机械结构件、光伏产品结构件等精密金属结构件等产品，是从事精密金属制造服务的高新技术企业。

图 1 公司于 2013 年起逐步打入苹果供应链，不断获得下游客户认可



资料来源：公司官网，招股说明书，华西证券研究所

客户结构上，公司在消费电子领域，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（美敦力）、Zimmer、强生等知名客户；在新能源领域的客户有 Solar City、IronRidge 等。

图 2 下游终端客户覆盖多家国际知名电子产品类企业



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

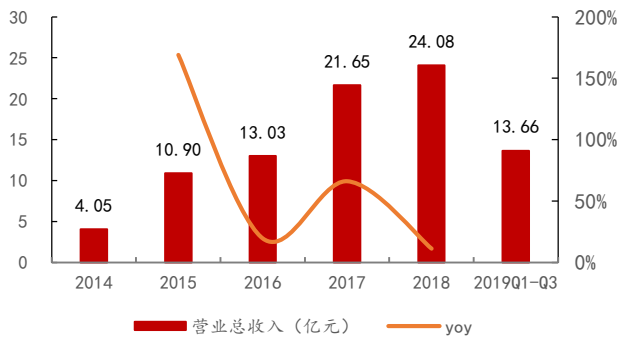
1.2. 营收增速平缓，受行业景气度下滑拖累核心业务利润

受益于消费电子和医疗器械领域新产品的量产、以及电子烟和面板项目的部分投产等因素，公司 2018 年营业收入保持了 11.24% 的增长。但受制于产品降价、财务和研发等费用的增加等因素，公司净利润下降较多。

收入：2014-2018 年营业收入从 4.05 亿元增至 24.08 亿元，CAGR=35.96%。

净利润：2014-2017 年从 0.45 亿元增长至 2.22 亿元；受手机及平板电脑结构件终端产品疲软，及财务费用增加的影响，2018 年归母净利润 1.25 亿元，较上年下降 43.94%。2019 年前三季度归母净利润为 -0.69 亿元，同比下降 203.11%。

图 3 2014-2019 年前三季度营收情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 2014-2019 年前三季度归母净利润情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

公司主营业务分为消费电子结构件，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。其中，手机及平板电脑结构件平均占比 80% 以上，为主要营收来源。

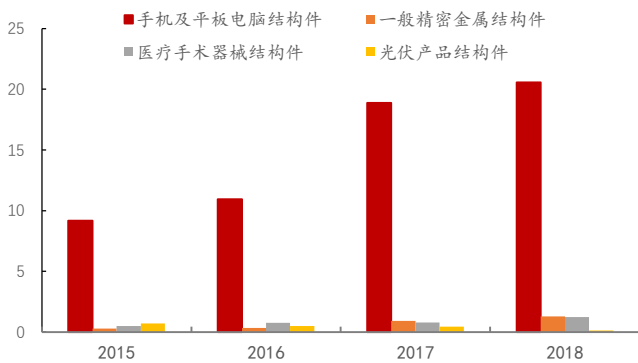
1) 手机及平板电脑结构件产品 2016-2018 年营收逐年递增，从 10.93 亿元增长至 20.58 亿元，CAGR=37.22%。2018 年公司新研发的手机中板、笔记本电脑转轴（铰链）等产品顺利进入量产阶段，成为大陆地区仅有的几家掌握上述技术的供应商，实现了关键性产品料号的增加。

2) 医疗手术器械结构件板块 2016-2018 年营收逐年增长，从 0.75 亿元增长至 1.23 亿元，CAGR=28.06%。2018 年公司设立了科森医疗，配备独立的专业人才团队，为该板块提供更强大的资源支持，持续提升该板块的核心竞争力和业绩规模。

3) 光伏产品结构件 2018 年受国外加征关税影响销量下降，2018 年收入 0.13 亿元，同比下降 70.45%。

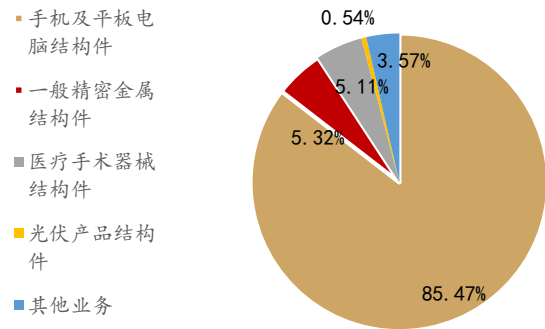
4) 公司一般精密金属结构营收持续增长，从 0.33 亿元增至 1.28 亿元。

图5 2015-18年公司主要业务收入情况(亿元)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图6 手机及平板电脑结构件收入占比80%以上



资料来源: Wind, 华西证券研究所

由于近年消费电子行业增速放缓, 以及公司固定资产投资增速高于收入增速, 导致折旧金额较大等原因, 公司综合毛利率受到一定影响。2018年公司毛利率、净利率分别为24.1%和5.2%, 呈持续下滑态势。

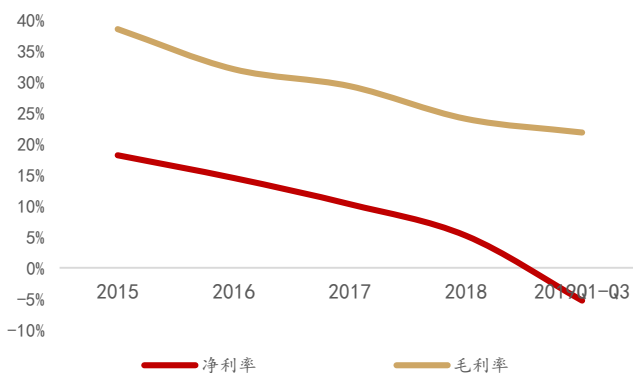
1) 手机及平板电脑结构件 2016-2018年毛利率逐步下降, 从29.97%下降至22.12%, 主要是受手机及平板电脑结构件终端产品更新、贬值的影响。

2) 医疗手术器械结构件 2016-2018年毛利率稳中有降, 从2016年57.02%降至48.49%。

3) 公司2018年一般精密金属结构件毛利率为16.93%, 呈逐年下降趋势, 主要因相关行业内竞争较大, 工艺简单, 附加值较小。

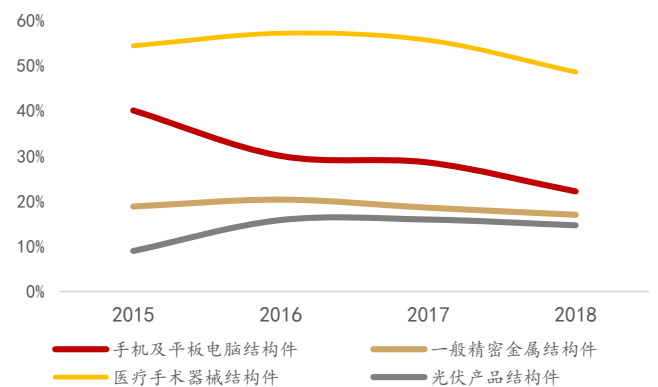
4) 光伏产品结构件 2016-2018年毛利率相对稳定, 分别为15.76%, 15.87%和14.60%。

图7 受消费电子行业萎靡, 公司盈利能力有所下滑



资料来源: Wind, 华西证券研究所

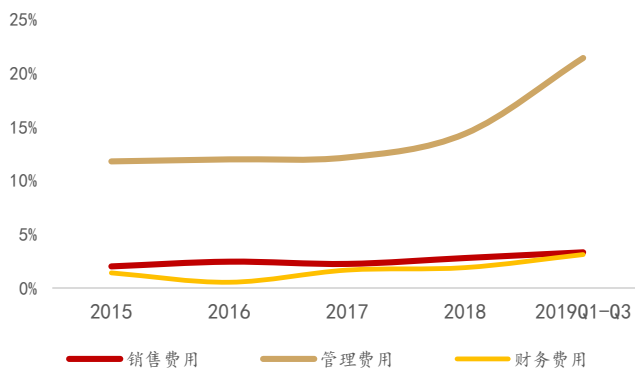
图8 核心业务板块毛利率下滑明显



资料来源: Wind, 华西证券研究所

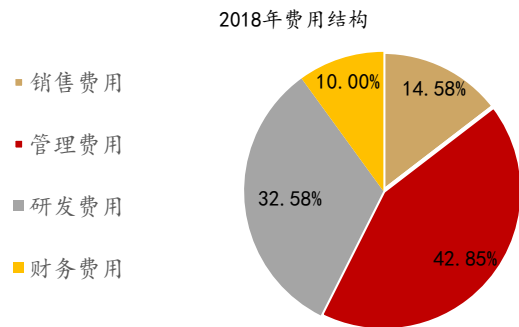
费用的增高是公司近年净利率水平下滑的关键原因之一。2016-18年公司费用收入比分别为14.95%、16.05%和19.05%。其中, 公司管理费和研发费用在2018年费用占比分别为42.85%和32.58%, 是费用端主要的构成。

图9 公司近年三费比率情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图10 公司费用主要由管理及研发费用构成



资料来源: Wind, 华西证券研究所

1.3. 收购元诚电子，布局电子烟领域业务

公司 2018 年全资收购元诚电子，进一步完善了精密压铸等工艺，并为公司新的加热不燃烧方式电子烟等业务提供技术支持。2018 年下半年该电子烟产品已顺利量产。

据 Research and Markets 数据显示，电子烟全球市场规模至 2025 年有望达到 614.00 亿美元，2016-2025 年复合增长率为 18.99%。随着本次收购的完成，公司除继续在手机、平板电脑等消费电子领域内拓展压铸件产品外，也将展开在高端电子烟产品方面的布局，实现新的业务增长点。

图11 电子烟已逐渐受到广大消费者欢迎



资料来源: 网络图片, 华西证券研究所

图12 中国是最大烟草消费国，成长潜力巨大



资料来源: 速途研究院, 华西证券研究所

1.4. 5G 商用+“苹果”大年，公司业绩有望随行业复苏

2020 年为全球 5G 商用元年与苹果革新“大年”，预计新一轮换机潮，将会刺激电子金属结构件的需求爆发，带动公司业绩弹性有望显现。

5G 方面，2019 年 6 月工信部正式向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放 5G 商用牌照，标志着我国正式进入 5G 商用元年。目前韩国、美国、瑞士、意大利、英国、阿联酋、西班牙和科威特均已开始提供 5G 商用服务。

苹果方面，据国外媒体报道，iPhone 12 系列相较 iPhone 11 系列，其屏幕将变得更大，而且全系支持 5G，相机也会表现得更为优秀，甚至有媒体认为苹果会直接将用了三年的刘海屏去掉。

图 13 5G 商用化将推动行业需求变革



资料来源：视觉中国，华西证券研究所

图 14 Iphone12 谍照



资料来源：网络图片，华西证券研究所

2. 以消费电子为核心，同时拓展医疗、光伏等新兴领域

2.1. 精密金属制造与消费电子密切相关，应用广泛

精密金属制造行业为智能手机、平板电脑等消费电子类产品提供外壳、外观件、按键、镜头环等精密金属结构件，由于精密金属结构件产品的发展及市场需求与消费电子产业密切相关，下游主要应用于：智能手机、平板电脑、笔记本电脑（含超极本）三大市场。

随着各项电子产品功能越发强大，其在人们生活中已占据不可或缺的地位。由于对便携的需求，导致电子产品超薄化的趋势愈发明显。目前加工精度已进入了亚微米世界，精整加工所需精度已提高到 0.1 微米级。这也是要求其相关结构件技术朝着小型化、轻薄化发展，还不失坚固性和功能集成化。

图 15 以苹果为代表引领的消费电子市场爆发，带动精密金属制造领域需求提升

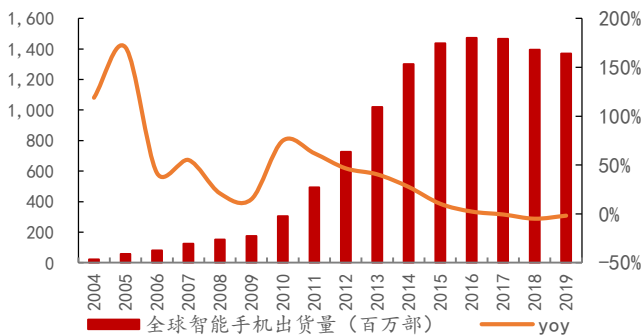


资料来源：网络资料，华西证券研究所

手机市场：近十年以智能手机为代表的通讯终端迅猛发展，手机全球出货量由2003年的5.33亿部增长至2015年的19.70亿部，年均复合增长率达到了11.50%。

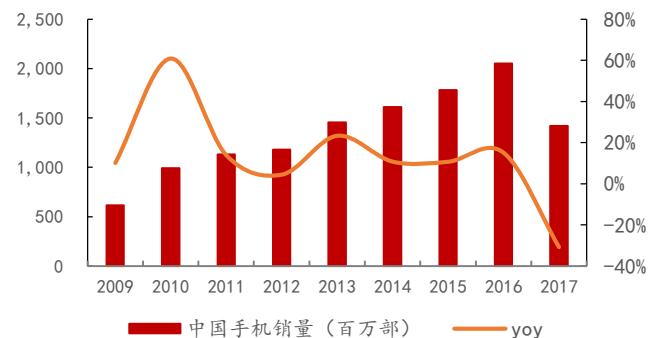
智能手机更是由于各种现代配置及设计理念满足了消费者自行安装第三方软件等个性化需求而迅速崛起。据IDC数据，2007年智能手机全球出货量仅为1.25亿部，2019年全球智能手机出货量已达到13.71亿台。智能手机产业正处于黄金发展时期，其在整个手机通讯设备中的比例由2003年的1.79%增加至2019年的约96%，基本替代传统机型。由于智能手机对精密金属结构件的需求高于普通手机，随着人们对智能手机更新换代要求提高，和拥有多部智能手机需求的激发，将有利于刺激精密金属结构件的需求。

图 16 全球智能手机出货量保持平稳



资料来源：Wind，华西证券研究所

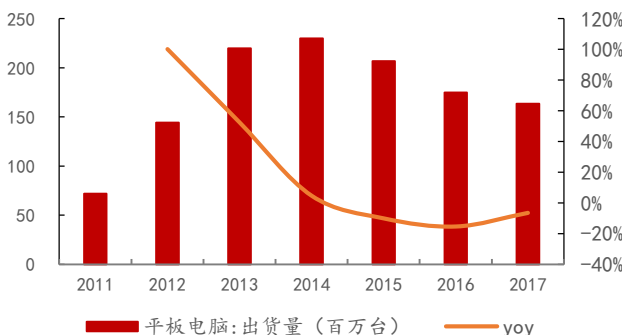
图 17 中国手机销量有所下滑



资料来源：Wind，华西证券研究所

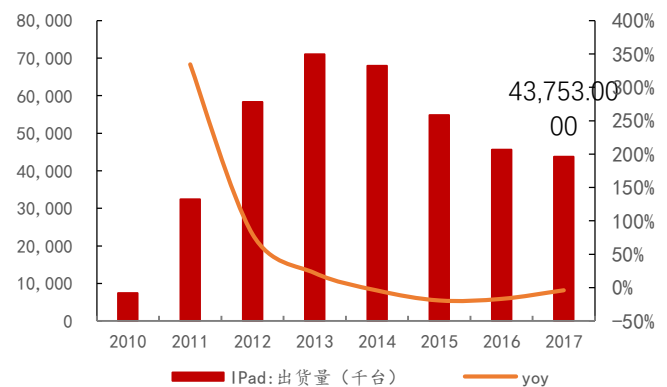
平板电脑市场：2010年苹果公司推出iPad使全世界掀起了平板电脑热潮，2011年至2017年，全球平板电脑出货量从0.72亿台增长到1.63亿台，CAGR=14.58%。但鉴于目前消费者需求已部分激发，平板电脑销售量基数变大，未来几年平板电脑销售量增长速度势必有所下降。据IDC咨询对平板电脑2020年十大预测，虽然消费市场将呈现下滑的趋势，但平板性能的继续提升，将保持整体市场需求稳定。

图 18 性能提升带动下，平板电脑出货量将保持稳定



资料来源：Wind，华西证券研究所

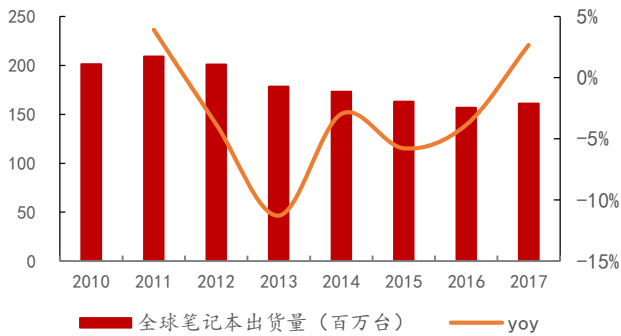
图 19 全球 Ipad 产品出货量增速放缓



资料来源：Wind，华西证券研究所

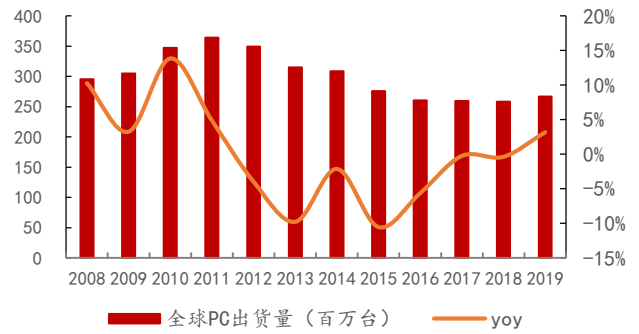
PC 市场：受到智能手机以及平板电脑的冲击，笔记本电脑出货量自2011年出货量达到峰值2.09亿台后，整体出货量呈现下滑的趋势。据IDC数据，2017年全球笔记本电脑出货量为1.61亿台，相比于2016年的1.56亿台有所提升，为五年来首次。预计笔记本电脑出货整体下滑趋势已经有所减缓，未来出货量将维持在1.6亿部上下。

图 20 全球笔记本出货下滑趋势有所减缓



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 21 全球 PC 出货增速触底回升



资料来源: Wind, 华西证券研究所

“美观+功能性”，精密金属结构件在手机、平板电脑等消费电子类产品中的渗透率持续提高。

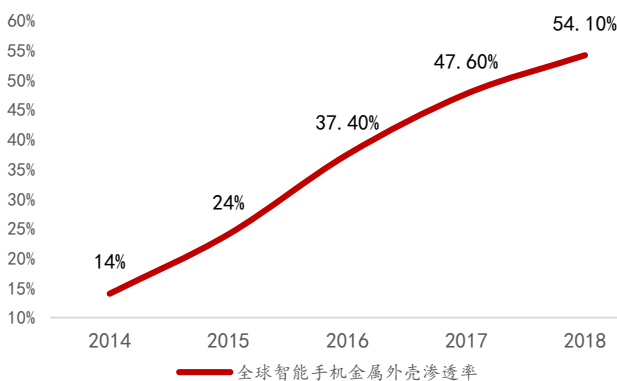
1) 从机身尺寸上：精密金属结构件是手机、平板电脑轻薄化和大屏幕之间矛盾的最优解决方案。传统塑料结构件的拉力强度不符合大屏幕机身发展的要求，碳纤维在拉力强度和体积比重等指标上优于金属材料，但在性价比、散热性和加工难度上却不如金属材料。从而，金属结构件成为了市场的主流选择。

2) 从美观性上：精密金属结构件可以满足手机、平板电脑对美观和质感的要求。2013 年及 2014 年，市场主要以塑胶材料为主，2015 年前后，以苹果手机为代表的品牌企业，引领了一股手机金属化风尚的浪潮。从美观和质感的角度，金属材质要远远胜于工程塑料材质，这也是当前众多高端消费电子类产品纷纷采用金属材质的重要原因。

3) 从技术上：续航时间已经成为消费电子产品的最大短板，无线充电等方式成为未来重要的续航解决方案。而无线充电的主要技术解决方案电磁感应与磁共振技术会产生电磁场，这对精密金属结构件电磁屏蔽性能有较高的需求。电磁屏蔽结构件除了要防电磁辐射和干扰以外，还要能够在结构上起到固定、支撑和保护零件的作用。因此无线充电技术的发展也会带动精密金属结构件的发展。

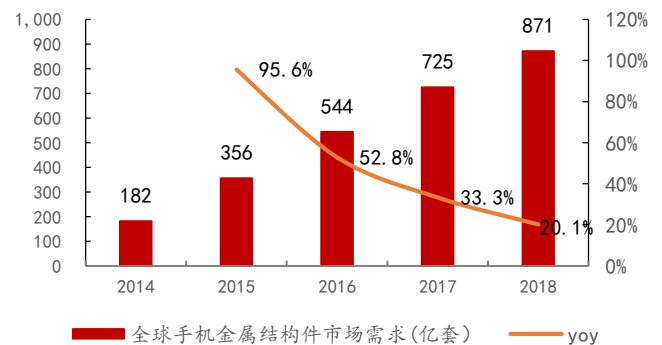
4) 在散热性上：集成电路等半导体以及电池的性能对温度都较为敏感，高温会导致故障或寿命缩短。金属结构件散热性能优异，如镁合金、铝合金的热传导率都比工程塑料高 180 倍以上。

图 22 金属外壳已在智能手机大量普及



资料来源: 智研咨询, 华西证券研究所

图 23 苹果手机带动下，金属结构件需求从 15 年爆发



资料来源: 智研咨询, 华西证券研究所

从行业集中度来看，国内精密金属制造企业数量庞大，客户遍布通讯、新能源、机床、医疗器械、交通运输等众多行业。但行业集中度不高，能提供高精密结构件、超精密结构件的企业数量不多，尚未形成绝对龙头企业。

公司客户定位在高端领域，在消费电子领域已发展了捷普集团、富士康等国际知名客户，其生产的产品应用于苹果、索尼（SONY）、联想（Lenovo）等终端产品。在苹果方面，公司 2013 年公司获得苹果公司合格供应商认证资质，2017 年公司通过捷普成功切入 iPhone X 不锈钢中框供应链。

图 24 iPhoneX 采用双面玻璃+金属中框设计



资料来源：苹果官网，华西证券研究所

图 25 公司消费电子领域主要产品示意图

产品名称	图例	用途及特点
静音按键类产品		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
音量按键基座类产品		平板电脑音量按钮基座，边缘光滑，性能稳定，耐用，不易偏移
镜头环类产品		手机、平板电脑镜头环，在左下角和右上角脚接附件，精确度高，焊接后不易松动，镜头环外观有光泽
背光源类产品		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

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

2.2. 微创手术对精密程度要求极高，刺激医疗金属器件需求

在光纤内镜和微型手术器械的应用下，微创手术对皮肤切口很小，在业内迅速得到推广应用。其中医疗所需的微创手术刀片、刀杆、刀柄、止血钳等微创手术器械都是精密金属制造领域的产物。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。

据国际咨询公司 Frost & Sullivan 统计，2005 年市场销售总额为 120 亿美元，2006 年上升为 129 亿美元，2011 年增至 186 亿美元。Frost & Sullivan 还预计，随着形形色色的微创手术器械新品陆续问世，2015 年全球微创手术器械销售额可望达到 260 亿~290 亿美元的规模。

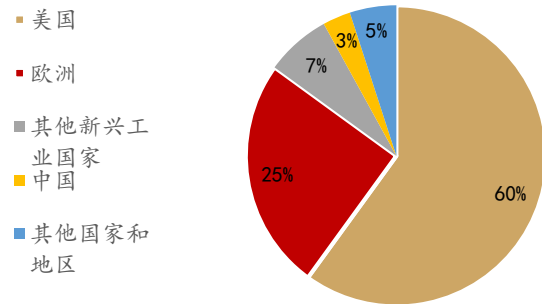
发达国家一直在微创手术器械市场上占据领先地位。其中美国独占鳌头，约占全球微创手术器械销售额的 60%，欧洲约占微创手术器械销售额的 25%，中国、印度、俄罗斯、巴西和南非等在内的新兴工业国家合计占 10%，其中中国约占整个市场的 3%。

图 26 专业微创手术室示意图



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

图 27 美国为最大微创手术市场



资料来源：Frost&Sullivan，华西证券研究所

高精度手术针刀为微创手术的必备工具，这些微创手术针刀基本全都是金属材质，未来微创手术对传统开腹手术的替代将大大刺激医疗手术器械的需求，也将间接刺激上游相关医疗手术器械结构件的需求和相关精密金属制造服务业的发展。

公司在医疗领域已发展了柯惠集团、Zimmer、强生等国际知名客户。并在 2014 年荣获美国柯惠集团颁发的 2013 年度全球供应商质量大奖，2015 年荣获美国柯惠集团颁发的 2014 年度全球供应商质量大奖，深受客户认可。柯惠集团于 2014 年被美国医疗设备制造商美敦力收购，公司凭借稳定的产品质量，在保持与柯惠集团的订单的同时，也顺利成为美敦力旗下其他公司的供应商。

图 28 公司医疗领域产品示意图

吸引凝血类产品		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
手术刀夹持扩管		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
超声刀夹持扩管		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		是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

资料来源：公司招股书，华西证券研究所

2.3. 光伏产业发展迅猛，支架对太阳能系统重要性日益提升

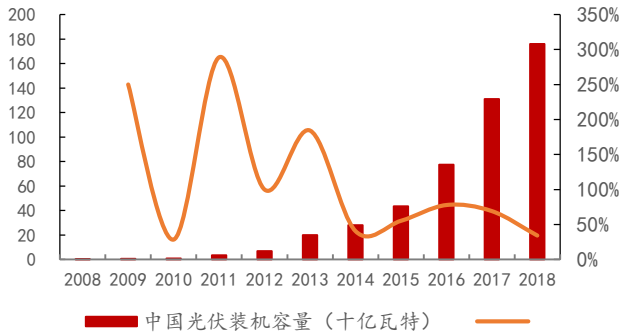
支架是专门用于支撑太阳能组件的金属结构支架，用于大型的地面光伏电站、屋顶的光伏发电系统、光伏建筑一体化等应用系统。安装支架的各活动部件可以调节安装尺寸，适用于各种尺寸组件的安装，以及不同纬度的安装。

光伏精密金属安装支架的下游客户主要为太阳能系统安装商，其需求受到全球太阳能光伏新增装机容量影响。近年随着世界各国对新能源开发的重视、光伏发电技术的提高以及光伏组件、多晶硅价格下降，全球光伏产业迅猛发展。2019 年全球光伏并网装机

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

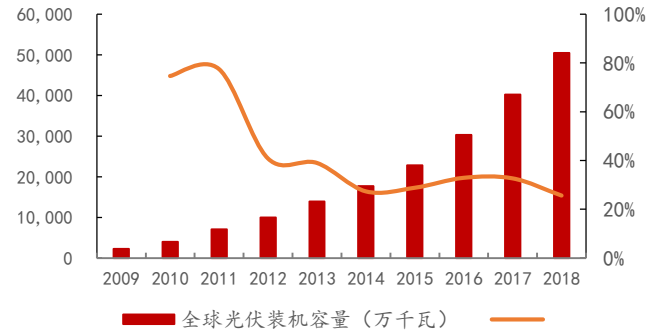
总容量仅为 2,290 万千瓦，到 2018 年已经达到 50,500 万千瓦，近十年年均复合增长率高达 41.01%。同时，中国为全球最大市场，光伏并网装机容量由 2009 年的 7 亿瓦上升至 2018 年的 1,760 亿瓦，近十年年均复合增长率高达 84.8%。

图 29 中国为光伏产业最大市场



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 30 全球光伏装机容量增长迅猛



资料来源: Wind, 华西证券研究所

支架的安装对太阳能光伏系统的重要性将日益提升，其安全性、可靠性、设计合理性对太阳能光伏系统具有非常重要的意义。

1) **可靠性**: 太阳能光伏系统需要保证约 25 年的运行时间，对金属安装支架的安全性和可靠性有极高的要求。尤其是在恶劣气候条件下或强风口处安装的太阳能光伏系统，积雪、烈风将对金属安装支架的安全性和可靠性提出更高要求。全球范围内已建成的诸多太阳能光伏系统中，影响系统正常运行的因素往往不是组件，而是支撑组件的金属支架部分。

2) **设计合理性**: 光伏精密金属安装支架设计的合理性对太阳能光伏系统的正常运行具有重要影响。金属安装支架在太阳能光伏系统中的作用不仅仅是简单的支撑，在不同的环境下，金属安装支架除了支撑系统正常运转以外，跟踪式的设计要保证组件根据太阳照射的角度随着季节灵活变动。

图 31 光伏系统精密金属安装支架示意图



资料来源: 公司招股书, 华西证券研究所

图 32 全球超 GW 级光伏市场已达到 16 个以上



资料来源: 《2019-2020 中国光伏行业发展形势分析报告》，华西证券研究所

3. 盈利预测及投资建议

3.1. 盈利预测

- 结合公司所在消费电子行业 2020 年高景气度周期，预计公司手机及平板电脑结构件业务增速大幅提升，预测 2019-2021 年该部分业务同比增速分别为-18%、55%、40%。同时随 5G 手机不断发布，新机型金属件精密度要求更高，产品毛利率有望小幅回升，预测 2019-2021 年该部分毛利率分别为 20.5%、23%、23%。
- 其他几项业务占整体营收比例较小，按照各自行业景气度情况进行增速预测。
- 整体看，预测公司 2019-2021 年收入分别为 20.99、31.52、43.64 亿元，同比增速分别为-12.82%、50.13%、38.46%。
- 期间费用角度，2019 年公司管理费用增加，同时存货计提 4206.59 万元，对利润率造成较大影响。公司 2 月 20 日公告完成股权激励计划，同时新任总经理到位，2020 年公司运营管理有望取得较大改善。预测 2019-2021 年对应归母净利润-1.92、2.03、3.01 亿元，对应每股收益-0.45、0.48、0.71 元。

表 1 科森科技分业务盈利预测

分业务	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
手机及平板电脑结构件					
销售收入 (百万元)	1887.98	2057.74	1687.35	2615.39	3661.54
增长率	72.67%	8.99%	-18.00%	55.00%	40.00%
毛利率	28.51%	22.12%	20.50%	23.00%	23.00%
一般精密金属结构件					
销售收入 (百万元)	92.49	127.79	134.18	187.85	262.99
增长率	182.50%	38.17%	5.00%	40.00%	40.00%
毛利率	18.50%	16.93%	15.00%	17.00%	17.00%
医疗手术器械结构件					
销售收入 (百万元)	76.92	123.35	148.02	177.62	213.15
增长率	2.52%	60.36%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	55.49%	48.49%	45.00%	45.00%	45.00%
光伏产品结构件					
销售收入 (百万元)	44.25	13.03	13.29	13.56	13.83
增长率	-8.78%	-70.55%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	15.87%	14.60%	14.60%	15.00%	15.00%
其他业务					
销售收入 (百万元)	63.32	86.4	116.64	157.46	212.58
增长率	19.27%	36.45%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利率	47.31%	47.66%	46.00%	45.00%	40.00%
合计					
(百万元)	2164.9600	2408.3100	2099.4769	3151.8833	4364.0871
增长率	42.50%	17.71%	-12.82%	50.13%	38.46%
综合毛利率	33.55%	36.15%	23.26%	24.95%	24.52%

资料来源：Wind，华西证券研究所整理

3.2. 投资建议

结合 2020 年消费电子行业景气度回升，以及公司在行业中领先的地位，给予公司 2020 年 40 倍 PE 估值，目标价 19.20 元，首次覆盖，给予买入评级。

表 2 科森科技可比公司估值表

公司	代码	股价/元		EPS/元				PE			
		2020/2/14	总市值/亿元	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
长盈精密	300115	21.39	193.67	0.04	0.37	0.68	0.91	191.83	58.47	31.47	23.56
东山精密	002384	32.06	391.99	0.50		1.07	1.38	22.52		30.00	23.24
安洁科技	002635	27.51	99.74	0.73	0.22	0.85	1.23	15.40	125.56	32.27	22.28
蓝思科技	300433	21.90	956.85	0.16	0.50	0.71	0.87	40.57	43.88	30.91	25.13
科森科技	603626	13.73	58.19	0.29	-0.45	0.48	0.71	42.35	-28.08	26.13	18.08

资料来源：Wind 一致性预测（截止 2020 年 2 月 21 日），华西证券研究所整理

4. 风险提示

1) 下游行业波动风险

公司产品主要应用于智能手机、平板电脑和微创手术器械等领域，这些行业受宏观经济运行及产业政策的影响较大。近年来，智能手机、平板电脑行业发展迅速，但增速承压，未来智能手机、平板电脑存在增速继续下滑的风险；近年来，微创手术行业发展迅速，逐步替代传统手术，但仍存在下游需求增速放缓或下滑的风险。

2) 公司业绩随下游产品更新换代而波动的风险

公司生产的精密金属结构件主要应用于下游消费电子、医疗手术器械等领域的终端产品。医疗手术器械对精密金属结构件的需求较为稳定，而以智能手机、平板电脑为代表的消费电子类产品更新换代速度较快，新产品推出时间不具有规律性，导致公司手机及平板电脑结构件业务随下游终端新产品的更新换代而波动，进而影响公司整体经营业绩呈现不规律的波动。

3) 客户集中风险

公司主要服务于消费电子、医疗器械等行业的国际知名客户。报告期内，公司对前五大客户的合计销售额比重较高，虽然公司产品覆盖了主要客户的不同产品线，例如消费电子方面的手机、平板电脑、笔记本电脑、智能笔等，但若上述主要客户经营发生重大变化，或给予公司订单量发生重大变化，将会对公司经营业绩带来一定风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2408.32	2099.48	3151.88	4364.09	净利润	124.46	-198.16	209.54	310.06
YoY(%)	11.24%	-12.82%	50.13%	38.46%	折旧和摊销	179.22	0.00	0.00	0.00
营业成本	1828.56	1611.24	2365.59	3294.20	营运资金变动	-5.71	61.63	318.97	-498.29
营业税金及附加	14.75	25.19	18.91	26.18	经营活动现金流	328.03	-66.60	516.02	-202.73
销售费用	66.87	76.63	75.65	104.74	资本开支	-901.29	1.00	9.50	9.50
管理费用	196.57	335.92	236.39	305.49	投资	-194.55	0.00	0.00	0.00
财务费用	45.87	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	-1095.74	-3.61	12.50	14.50
资产减值损失	-15.12	70.94	0.00	0.00	股权募资	86.80	0.00	0.00	0.00
投资收益	1.70	0.00	3.00	5.00	债务募资	502.46	-57.96	-528.52	188.23
营业利润	126.51	-219.89	221.96	332.99	筹资活动现金流	961.57	-560.94	-528.52	188.23
营业外收支	10.96	1.00	9.50	9.50	现金净流量	193.86	-631.14	0.00	0.00
利润总额	137.48	-218.89	231.46	342.49	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	13.02	-20.73	21.92	32.43	成长能力 (%)				
净利润	124.46	-198.16	209.54	310.06	营业收入增长率	11.24%	-12.82%	50.13%	38.46%
归属于母公司净利润	124.68	-192.22	203.25	300.76	净利润增长率	-43.94%	-254.17%	205.74%	47.97%
YoY(%)	-43.94%	-254.17%	205.74%	47.97%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.29	-0.45	0.48	0.71	毛利率	24.07%	23.26%	24.95%	24.52%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	5.17%	-9.44%	6.65%	7.10%
货币资金	631.14	0.00	0.00	0.00	总资产收益率 ROA	2.51%	-4.75%	5.22%	6.08%
预付款项	15.99	12.11	17.77	24.75	净资产收益率 ROE	6.69%	-11.49%	10.84%	13.82%
存货	314.97	220.72	162.03	315.88	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1470.29	1281.81	1182.06	2075.46	流动比率	1.08	0.75	0.84	1.03
流动资产合计	2432.39	1514.63	1361.86	2416.09	速动比率	0.94	0.64	0.73	0.88
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.28	0.00	0.00	0.00
固定资产	1899.96	1899.96	1899.96	1899.96	资产负债率	60.67%	56.69%	49.62%	54.08%
无形资产	150.08	150.08	150.08	150.08	经营效率 (%)				
非流动资产合计	2528.69	2533.29	2533.29	2533.29	总资产周转率	0.57	0.47	0.79	0.99
资产合计	4961.08	4047.93	3895.16	4949.38	每股指标 (元)				
短期借款	1092.76	1013.66	464.00	631.09	每股收益	0.29	-0.45	0.48	0.71
应付账款及票据	928.22	794.58	907.35	1398.91	每股净资产	4.40	3.95	4.43	5.14
其他流动负债	222.04	201.63	255.08	319.45	每股经营现金流	0.77	-0.16	1.22	-0.48
流动负债合计	2243.02	2009.88	1626.42	2349.45	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	111.14	132.28	153.42	174.57	估值分析				
其他长期负债	655.75	152.76	152.76	152.76	PE	35.32	-22.91	21.66	14.64
非流动负债合计	766.90	285.04	306.19	327.33	PB	1.73	2.63	2.35	2.02
负债合计	3009.92	2294.92	1932.61	2676.78					
股本	415.58	415.58	415.58	415.58					
少数股东权益	86.58	80.63	86.92	96.22					
股东权益合计	1951.16	1753.01	1962.55	2272.61					
负债和股东权益合计	4961.08	4047.93	3895.16	4949.38					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘菁：八年实业工作经验，其中两年研发，三年销售，三年管理，涉足新能源汽车、光伏及机器人行业。五年券商工作经验，其中2015年新财富评选中小盘第一名核心成员，2016年水晶球评选机械行业第一名，2017年水晶球评选30金股第一名。

俞能飞：厦门大学经济学硕士，从业5年，曾在国泰君安证券、中投证券等研究所担任分析师，作为团队核心成员获得2016年水晶球机械行业第一名，2017年新财富、水晶球等中小市值第一名。目前专注于半导体设备、自动化、汽车电子、机器人、工程机械等细分行业深度覆盖。

田仁秀：毕业于上海交通大学，新能源科学与工程方向学士、动力工程专业硕士(锂电池、燃料电池方向)，专注能源装备、先进制造，以及激光、工控、机器人等通用设备板块深度研究。

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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。