

科森科技 (603626.SH)

深耕精密金属结构件，2020年业绩全面反转

深耕精密金属结构件，打造精密金属制造“一站式”服务。公司深耕精密金属结构件十余年，当前产品主要集中于消费电子领域，包括智能手机、笔记本电脑、平板电脑、智能耳机、智能音箱等终端产品的外壳、中框、中板、按键、标志、转轴（铰链）等。另外，公司医疗器械产品包括手术刀、骨钉、心脏起搏器等终端产品所需结构件等；电子烟产品包括金属支架及部分外观件；以及液晶显示面板的部分工艺服务。公司产品线丰富，可满足众多行业对精密金属制造“一站式”服务的要求。

消费电子行业5G渗透+终端创新，精密结构件迎新机遇。精密结构件是智能终端产品不可或缺的组成部分。5G时代消费电子终端创新潮流再启动，精密结构件迎新成长机遇。5G的迅速普及和商业化作为物联网、云计算等技术的发展提供了肥沃的土壤，引发包括智能手机、笔记本电脑、平板电脑、智能穿戴等智能终端产品形态及体验的新一轮变革和迭代。智能终端产业的迅速发展对零部件的微型化、高精度、高质感等特性提出了越来越高的要求，所需的智能终端零部件的产品种类和型号也更加丰富多样。精密功能器件产业随着新产品形态的渗透和新一波换新潮流的兴起和迎来新的增长机遇。

电子烟外观金属化，医疗器械需求稳健增长。公司提供加热不燃烧电子烟支架及外壳，电子烟布局进展迅速。公司于2018年展开高端电子烟产品布局，主要为电子烟提供金属结构件支架、外壳等产品，顺利导入国际知名加热不燃烧方式电子烟品牌客户供应链。公司于2018年收购的元诚电子，为公司加热不燃烧方式电子烟业务提供了精密压铸等工艺方面的技术支持。全球医疗器械市场规模稳健增长，国内规模增速显著高于全球水平。随着社会经济发展，人民健康意识逐渐提升，将明显提振药品和医疗服务需求，最终驱动医疗器械市场稳健增长。公司在医疗器械等领域拥有多项核心技术，为公司获取更多订单和未来快速发展奠定了良好的技术基础。

前三季度扭亏为盈，2020年业绩有望全面反转。前三季度公司实现营业收入24.92亿元，同比增长82.45%；归属于上市公司股东的净利润7513.73万元，去年同期为亏损6947.95万元。主要得益于1) PC营收迅速放量，高投入奠定高增基础。公司国产品牌PC产品保持较高出货水平，预期20年PC单项将成最大营收增量。2) 大客户业务情况持续向好。20年公司参与多款大客户业务，并且份额得到显著提升。3) 平板业务有望高速增长。

盈利预测及投资建议。我们预计公司2020E/2021E/2022E的营业收入为31.91/41.48/53.93亿元，可实现归母净利润为1.62/3.02/4.09亿元。可比公司2021E的平均市盈率为32.0x，科森科技目前股价对应2021E的市盈率为27.2x，具有估值优势，首次覆盖，给予“买入评级”。

风险提示：下游需求不及预期，行业竞争加剧。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,408	2,127	3,191	4,148	5,393
增长率 yoy (%)	11.2	-11.7	50.0	30.0	30.0
归母净利润(百万元)	125	-185	162	302	409
增长率 yoy (%)	-43.9	-248.3	-187.8	86.2	35.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.26	-0.38	0.33	0.62	0.84
净资产收益率 (%)	6.4	-11.2	8.8	14.6	17.1
P/E (倍)	65.9	-44.4	50.6	27.2	20.1
P/B (倍)	4.6	5.2	4.7	4.2	3.6

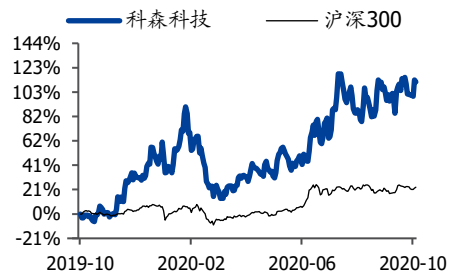
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	金属制品
前次评级	
最新收盘价	16.00
总市值(百万元)	7,761.87
总股本(百万股)	485.12
其中自由流通股(%)	98.06
30日日均成交量(百万股)	6.29

股价走势



作者

分析师 郑震湘

执业证书编号: S0680518120002

邮箱: zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 钟琳

执业证书编号: S0680520070004

邮箱: zhonglin@gszq.com

研究助理 侯文佳

邮箱: houwenjia@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2432	1438	3455	2933	5301
现金	631	116	245	319	414
应收票据及应收账款	1365	1023	2559	2097	3956
其他应收款	3	4	6	7	10
预付账款	16	12	30	25	47
存货	315	191	524	394	783
其他流动资产	103	91	91	91	91
非流动资产	2529	3160	3951	4664	5629
长期投资	0	133	264	395	526
固定资产	1900	2187	2825	3377	4130
无形资产	150	178	201	225	249
其他非流动资产	479	662	661	667	724
资产总计	4961	4598	7406	7597	10930
流动负债	2243	2169	4784	4809	7852
短期借款	1093	1023	2789	2696	4763
应付票据及应付账款	928	1051	1743	1842	2757
其他流动负债	222	96	252	272	332
非流动负债	767	728	696	637	595
长期借款	614	555	524	464	422
其他非流动负债	153	173	173	173	173
负债合计	3010	2897	5480	5447	8447
少数股东权益	87	42	43	46	50
股本	416	424	485	485	485
资本公积	714	761	761	761	761
留存收益	682	394	504	696	951
归属母公司股东权益	1865	1659	1882	2104	2433
负债和股东权益	4961	4598	7406	7597	10930

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	328	344	-698	1409	-389
净利润	124	-191	163	305	413
折旧摊销	179	241	204	267	339
财务费用	46	68	105	141	182
投资损失	-2	4	-0	-0	1
营运资金变动	-10	159	-1170	696	-1324
其他经营现金流	-10	63	0	0	0
投资活动现金流	-1096	-553	-995	-979	-1305
资本支出	901	382	660	582	835
长期投资	10	-176	-131	-130	-131
其他投资现金流	-184	-347	-466	-528	-601
筹资活动现金流	962	-314	55	-263	-278
短期借款	410	-70	0	0	0
长期借款	524	-59	-32	-59	-42
普通股增加	119	8	61	0	0
资本公积增加	-116	47	0	0	0
其他筹资现金流	25	-241	26	-204	-236
现金净增加额	198	-517	-1637	167	-1972

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2408	2127	3191	4148	5393
营业成本	1829	1740	2457	3153	4044
营业税金及附加	15	18	19	25	36
营业费用	67	66	89	116	151
管理费用	197	231	255	265	377
研发费用	149	181	96	124	162
财务费用	46	68	105	141	182
资产减值损失	-15	-50	0	0	0
其他收益	3	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	2	-4	0	0	-1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	127	-217	173	328	444
营业外收入	12	22	13	14	15
营业外支出	1	8	3	3	4
利润总额	137	-203	183	339	455
所得税	13	-13	20	34	42
净利润	124	-191	163	305	413
少数股东损益	-0	-6	1	3	4
归属母公司净利润	125	-185	162	302	409
EBITDA	405	133	515	780	1024
EPS (元)	0.26	-0.38	0.33	0.62	0.84

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	11.2	-11.7	50.0	30.0	30.0
营业利润(%)	-48.9	-271.4	179.9	89.2	35.3
归属于母公司净利润(%)	-43.9	-248.3	-187.8	86.2	35.3
获利能力					
毛利率(%)	24.1	18.2	23.0	24.0	25.0
净利率(%)	5.2	-8.7	5.1	7.3	7.6
ROE(%)	6.4	-11.2	8.8	14.6	17.1
ROIC(%)	5.4	-3.0	5.1	8.4	7.9
偿债能力					
资产负债率(%)	60.7	63.0	74.0	71.7	77.3
净负债比率(%)	66.5	94.2	179.1	149.8	210.0
流动比率	1.1	0.7	0.7	0.6	0.7
速动比率	0.9	0.5	0.6	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
应付账款周转率	2.2	1.8	1.8	1.8	1.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.26	-0.38	0.33	0.62	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.71	-1.44	2.90	-0.80
每股净资产(最新摊薄)	3.65	3.25	3.59	4.05	4.72
估值比率					
P/E	65.9	-44.4	50.6	27.2	20.1
P/B	4.6	5.2	4.7	4.2	3.6
EV/EBITDA	23.7	74.3	22.5	14.6	13.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、科森科技：多领域持续突破.....	5
1.1 顶级客户引领成长，技术及经验不断丰富	5
1.2 深耕精密金属结构件，打造精密金属制造“一站式”服务	6
1.3 前三季度扭亏为盈，2020年业绩全面反转可期	8
1.4 公司股权结构稳定，实控人经验丰富	10
二、消费电子：5G渗透+终端创新，精密结构件迎新机遇	11
2.1 智能手机：5G手机渗透加速推进，大客户换机需求亟待释放	12
2.2 “宅”经济加速PC市场需求回暖，平板消费需求上扬	15
2.3 电子烟外观金属化，新业务放量可期	19
2.4 着眼未来，高增长的TWS市场蕴藏机遇	21
三、医疗器械需求稳健增长，公司坚持“大客户”战略	23
四、公司核心竞争优势显著	25
4.1 深入绑定优质客户，合作关系稳固	25
4.2 持续加大研发投入，技术水平行业领先	26
4.3 定增提升产能，进一步完善业务布局	28
4.4 股权激励彰显公司信心	29
五、盈利预测及投资建议	29
六、风险提示	30

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 消费电子领域结构件	6
图表 3: 公司医疗器械及电子烟等其他产品	7
图表 4: 科森科技营收结构变动	7
图表 5: 公司营收及其增速	8
图表 6: 公司归母净利润及其增速	8
图表 7: 公司各业务营收 (亿元)	9
图表 8: 公司主要业务毛利率	9
图表 9: 公司期间费用率	9
图表 10: 公司毛利率与净利率	9
图表 11: 公司研发投入及其增速	10
图表 12: 公司研发人员数量及其占比	10
图表 13: 科森科技股权架构	10
图表 14: 精密结构件产业链	11
图表 15: 全球智能手机出货量预测 (百万部, 右轴为 ASP)	12
图表 16: 国内手机月度出货量 (万部)	12
图表 17: 2020Q1 国内 5G 智能手机市场厂商份额	13
图表 18: 2020Q1 全球 5G 智能手机市场厂商份额	13
图表 19: 2020 年截至 9 月 4 日国内发布的主要 5G 机型	14
图表 20: iPhone 季度出货量	15
图表 21: 全球 PC 季度出货量及增速	15
图表 22: 全球 PC 竞争格局 (季度出货量, 单位: 千台)	16

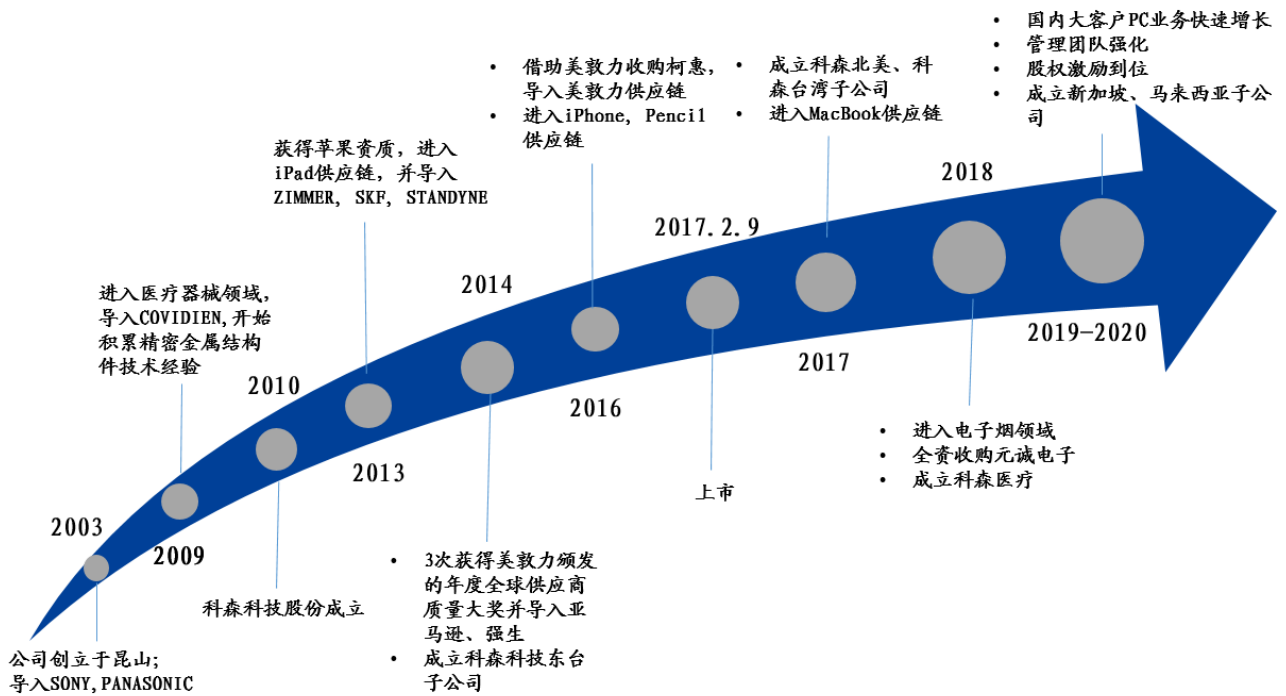
图表 23: 全球 PC 竞争格局 (市场份额)	16
图表 24: 国内线上笔记本电脑月度销量 (万台)	16
图表 25: 华为 MateBook 系列新品发布会公布笔记本业务 20H1 业绩	17
图表 26: 华为 MateBook X Pro 2020 款	17
图表 27: 华为历代笔记本 (包含二合一) 产品	18
图表 28: 全球平板电脑季度出货量	18
图表 29: 全球平板电脑市场格局 (季度出货量, 单位: 百万台)	19
图表 30: 全球平板电脑市场 TOP3 品牌市占率	19
图表 31: 电子烟主要类型	19
图表 32: 加热不燃烧烟草制品的主要构成	19
图表 33: 全球烟草市场规模 (亿美元)	20
图表 34: 2014-2024 卷烟与电子烟市占率变化	20
图表 35: 2017 年各国烟民数量与电子烟渗透率	20
图表 36: 全球加热不燃烧设备市场规模 (亿美元)	20
图表 37: TWS 无线耳机出货量 (万台)	21
图表 38: TWS 耳机 19Q4 分品牌出货量	22
图表 39: TWS 耳机 19Q4 分品牌价值量	22
图表 40: AirPods 发布前后市场份额对比	22
图表 41: AirPods 出货量预测	23
图表 42: 2017-2024 全球医疗器械市场规模及其增速	23
图表 43: 2015-2020 中国医疗器械市场规模及其增速	23
图表 44: 全球各区域微创手术器械市场规模/十亿美元	24
图表 45: 2015-2019 年中国微创医疗手术器械市场规模	24
图表 46: 公司医疗手术器械结构件产品	24
图表 47: 2017 年全球医疗器械行业竞争格局	25
图表 48: 2024 年全球医疗器械行业竞争格局预测	25
图表 49: 公司部分重要客户	26
图表 50: 公司历年研发人员数量和研发投入金额情况	26
图表 51: 公司 2019 年研发项目情况	27
图表 52: 科森科技非公开发行股票募集资金项目情况 (亿元)	28
图表 53: 科森科技股权激励解锁条件	29
图表 54: 公司盈利预测	29
图表 55: 可比公司估值	30

一、科森科技：多领域持续突破

1.1 顶级客户引领成长，技术及经验不断丰富

科森科技是全球知名的精密金属结构件提供商，产品主要集中于消费电子领域，同时覆盖医疗器械、新能源、汽车等领域。公司成立于2003年，于2017年上市。1) 2008-2009公司启动真正技术积累，此前公司为索尼，松下提供电视机外壳等，技术要求相对较低。2008年公司进入柯惠供应链，开启医疗器械技术储备。2) 2013-2016年公司加速导入重要客户，公司分别于2013年，2016年进入大客户，美敦力供应链。3) 公司2018年切入电子烟新兴市场，2019年切入国内大客户PC供应链。另外，未来公司将加强智能耳机、智能音箱、电子书等若干小项业务的开发力度。

图表 1: 公司发展历程



资料来源：公司年报，招股说明书，国盛证券研究所
















客户认可升级，合作持续深化。1) 公司医疗器械领域技术品质行业领先。2014年左右，公司获得柯惠颁发的大奖，全球几千家供应商里仅7家获奖，公司是中国大陆唯一奖项。医疗器械领域对产品品质要求极度苛刻，该奖验证了公司技术品质的不凡水准。2) 面向大客户的产品品类持续丰富。13年以来，公司与大客户合作范围逐年拓宽，20年合作型号与份额皆再创新高。

技术上，公司单品价值不断提升。公司进入大客户供应链初期，仅参与外观件，如音量键或一些开发性的按钮小件。17年公司“精锻+CNC”工艺不锈钢中框投入量产，标志着公司在消费电子领域由外观小件顺利切入大件领域，产品含金量提升。当前，公司消费电子领域结构件已覆盖外壳、中框、中板、按键、标志、转轴等。

1.2 深耕精密金属结构件，打造精密金属制造“一站式”服务

公司深耕精密金属结构件十余年，当前产品主要集中于消费电子领域，包括智能手机、笔记本电脑、平板电脑、智能耳机、智能音箱等终端产品的外壳、中框、中板、按键、标志、转轴（铰链）等。另外，公司医疗器械产品包括手术刀、骨钉、心脏起搏器等终端产品所需结构件等；电子烟产品包括金属支架及部分外观件；以及液晶显示面板的部分工艺服务。公司产品线丰富，可满足众多行业对精密金属制造“一站式”服务的要求；公司成立以来，已累计为客户提供约 5000 种产品。

图表 2: 消费电子领域结构件

产品名称	图例	用途及特点
静音键按键类产品		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
音量键按钮基座类产品		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
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，母连接器外观弧度感强，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，最底层为正方形，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；经过多道工序
智能手环盘		表面有光滑的刀纹；使用了镭雕等多道工序，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、铣削等多道工序，表面光滑如镜，用肉眼无任何瑕疵，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
电脑类产品结构件		用于笔记本电脑内置件，增加机器强度、导电、寿命长、材料利用率高、兼容性强

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

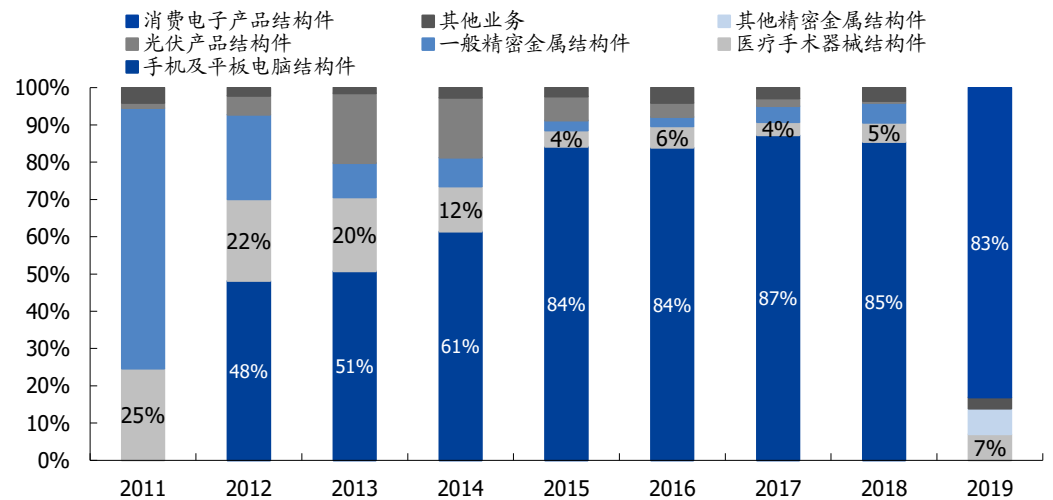
图表3: 公司医疗器械及电子烟等其他产品

产品大类	具体品类	用途及特点
医疗手术器械结构件	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	通常有连接可靠性高、防水防尘, 寿命长等特点
光伏产品结构件	太阳能防水板套件类产品, 升降器配件, 互锁组装件类产品	用于太阳能支架, 要求稳定性好, 便于组装
汽车类产品结构件	汽车发动机结构件	强度高、耐磨性好、适用寿命长、特征复杂、加工工序多、产品后侧内孔、斜孔精度高
电视类产品结构件	\	用于摄像头支架, 强度高、耐磨性能好、表面光滑、美观度高、适用寿命长, 上侧有转轴连接, 旋转时摩擦小

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

近年来, 消费电子营收占比为 **80%左右**。2013 年导入大客户供应链后, 手机及平板电脑结构件营收占比不断攀升, 2016-2018 年保持在 80%水平, 2019 年消费电子业务营收占比 83%。

图表4: 科森科技营收结构变动



资料来源: wind, 国盛证券研究所

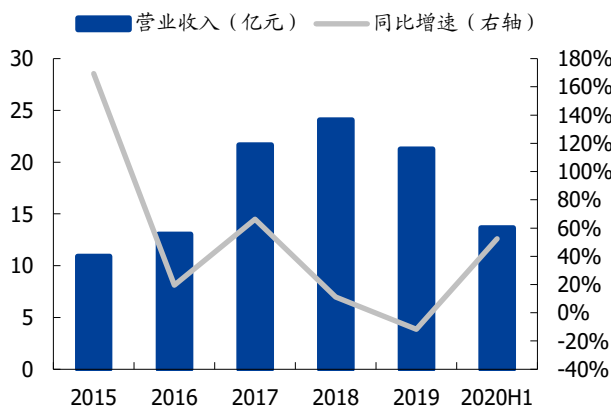
1.3 前三季度扭亏为盈，2020年业绩全面反转可期

公司 2018-2019 年业绩负面影响因素基本消解，2020 年业绩回暖。1) 公司 2018-2019 年分别实现营收 24.08 亿元，21.27 亿元，同比增速 11.24%，-11.67%，较往年营收增速出现较明显下滑。2018-2019 年公司分别实现归母净利润 1.25 亿元，-1.85 亿元；同比增速 -43.94%，-248.32%。2) 20H1 公司营收同比增速大幅回升，归母净利扭亏为盈。公司 20H1 实现营收 13.65 亿元，同比增速转正至 52.51%；20H1 归母净利 0.36 亿元，同比增速 219.56%。

2018-2019 年净利润大幅下滑，主要系需求不及预期及前期大规模投资。公司 2017-2019 年投资额大约为 29-30 亿，大规模折旧于 2018-2019 年开始体现。行业方面智能手机的需求出现了下滑，一定程度上也影响了公司的利润情况。

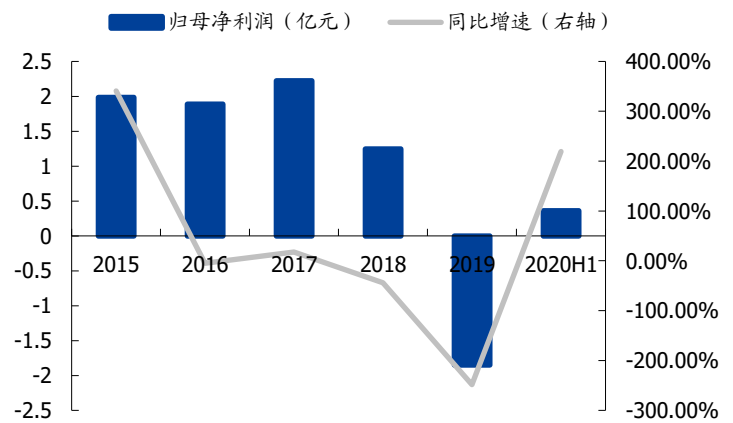
前三季度扭亏为盈，2020 年业绩有望全面反转。前三季度公司实现营业收入 24.92 亿元，同比增长 82.45%；归属于上市公司股东的净利润 7513.73 万元，去年同期为亏损 6947.95 万元。主要得益于 1) PC 营收迅速放量，高投入奠定高增基础。公司 PC 业务 2019 年 2 个月产生 1 亿营收增量，20H1 公司国产品牌 PC 产品保持较高出货水平，公司预期 20 年 PC 单项将成最大营收增量。2) 大客户业务情况持续向好。2020 年公司参与多款大客户业务，并且份额得到显著提升。3) 预期面向国内客户平板业务高增。

图表 5: 公司营收及其增速



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

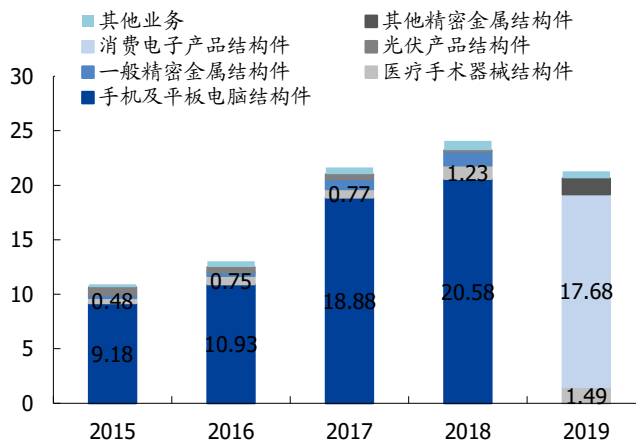
图表 6: 公司归母净利润及其增速



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

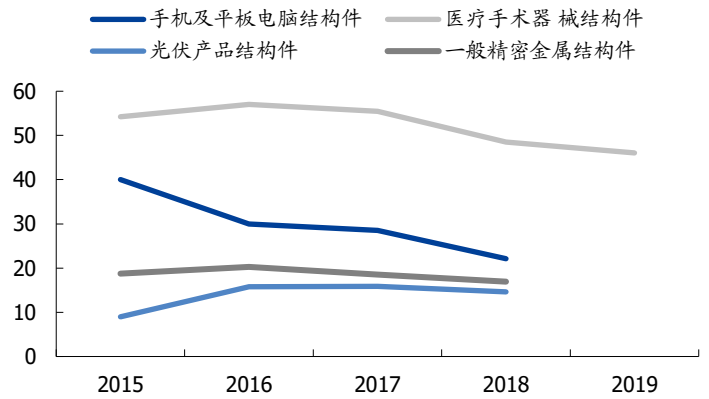
18 年公司手机及平板电脑结构件营收同比 9.00% 增至 20.58 亿元，2019 年消费电子总体营收 17.68 亿元，同比增速 -14.10%。18-19 医疗手术器械分别营收 1.23 亿元，1.49 亿元；同比增速 59.74%，21.14%，实现较稳健增长。公司 2019 年消费电子结构件毛利率 13.77%，较去年同比降低 8.36 个百分点。消费电子营收下滑主要系公司 2019 年量产的某款高端智能手机不锈钢中框产品，由于终端产品定价较高，销量不及预期。2019 年消费电子领域毛利率较低主要系上述产品前期投入成本难以收回。

图表 7: 公司各业务营收 (亿元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

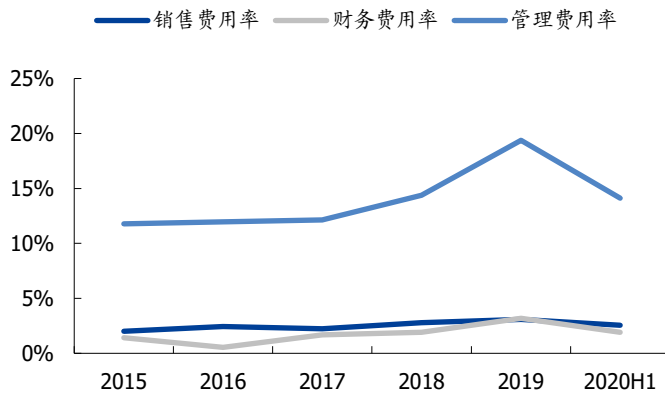
图表 8: 公司主要业务毛利率 (%)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

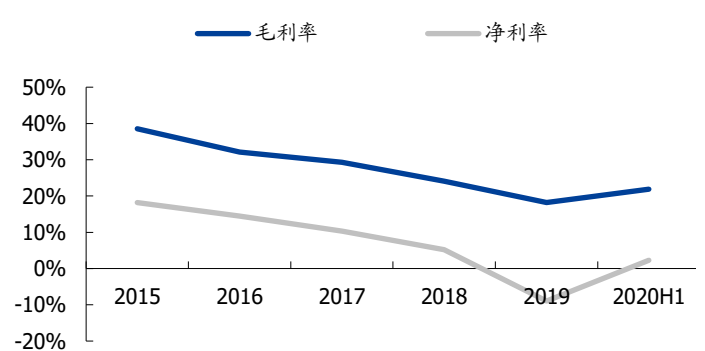
2018-2019 年三项费用率上行, 2020 年逐渐优化。19-20H1 公司财务费用率分别为 3.18%, 1.91%; 2019 年财务费用率较往年提升 1.28 个百分点, 主要系公司计提的可转债利息和银行借款增加导致。19-20H1 公司销售费用率分别为 3.08%, 2.55%, 2019 年小幅增加主要系随收入增加, 公司增加销售人员及相应的费用。2018-19H1 公司管理费用率分别为 14.37%, 19.38%; 较往年有较大提升, 主要系 18 年管理人员增加较多; 20H1 公司管理费用率 14.11%, 出现较大回落。20H1 公司销售、管理、研发、财务“四费”营收占比 18.57%, 未来仍有较大优化空间。

图表 9: 公司期间费用率



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

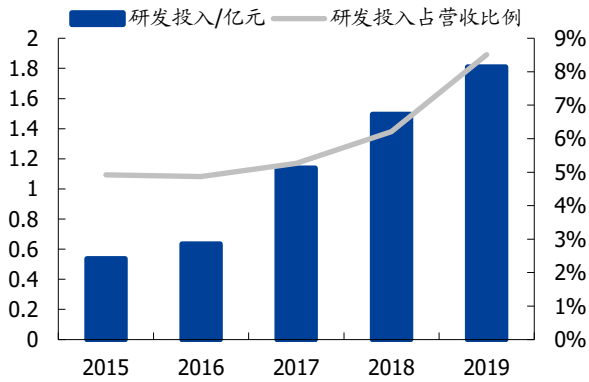
图表 10: 公司毛利率与净利率



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

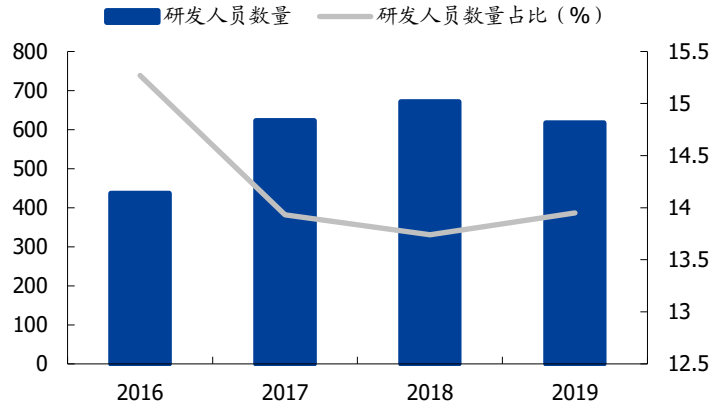
公司研发投入稳健增长, 研发人员占比稳定。18-19 公司研发投入分别为 1.49 亿元, 1.81 亿元; 研发投入占营收比例分别为 6.21%, 8.51%。2015 年以来, 公司研发投入稳健增长, 由 15 年的 0.54 亿元攀升至 2019 年的 1.81 亿元, 增长两倍以上, CAGR 35.52%。2017-2019 公司研发人员数量维持在 600 以上, 研发人员数量占比接近 14%, 较稳定。

图表 11: 公司研发投入及其增速



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 12: 公司研发人员数量及其占比 (%)

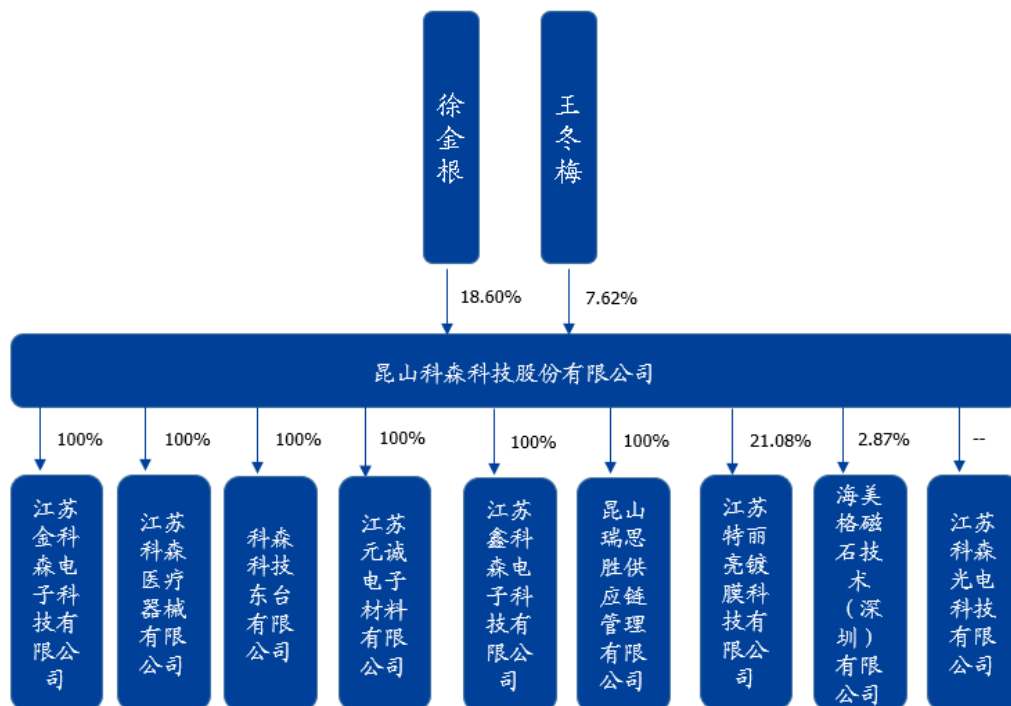


资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

1.4 公司股权结构稳定, 实控人经验丰富

公司股权稳定, 持股比例最多的两位股东皆公司主要发起人; 公司实际控制人徐金根先生持股 18.60%, 王冬梅女士持股 7.62%。实控人徐金根先生陪伴公司成长十余年, 其 2003-2015 年任科森精密董事长兼总经理, 自 2014 年至今任公司董事长, 熟悉公司业务及发展规划, 利于长期战略的制定和稳健执行。

图表 13: 科森科技股权架构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

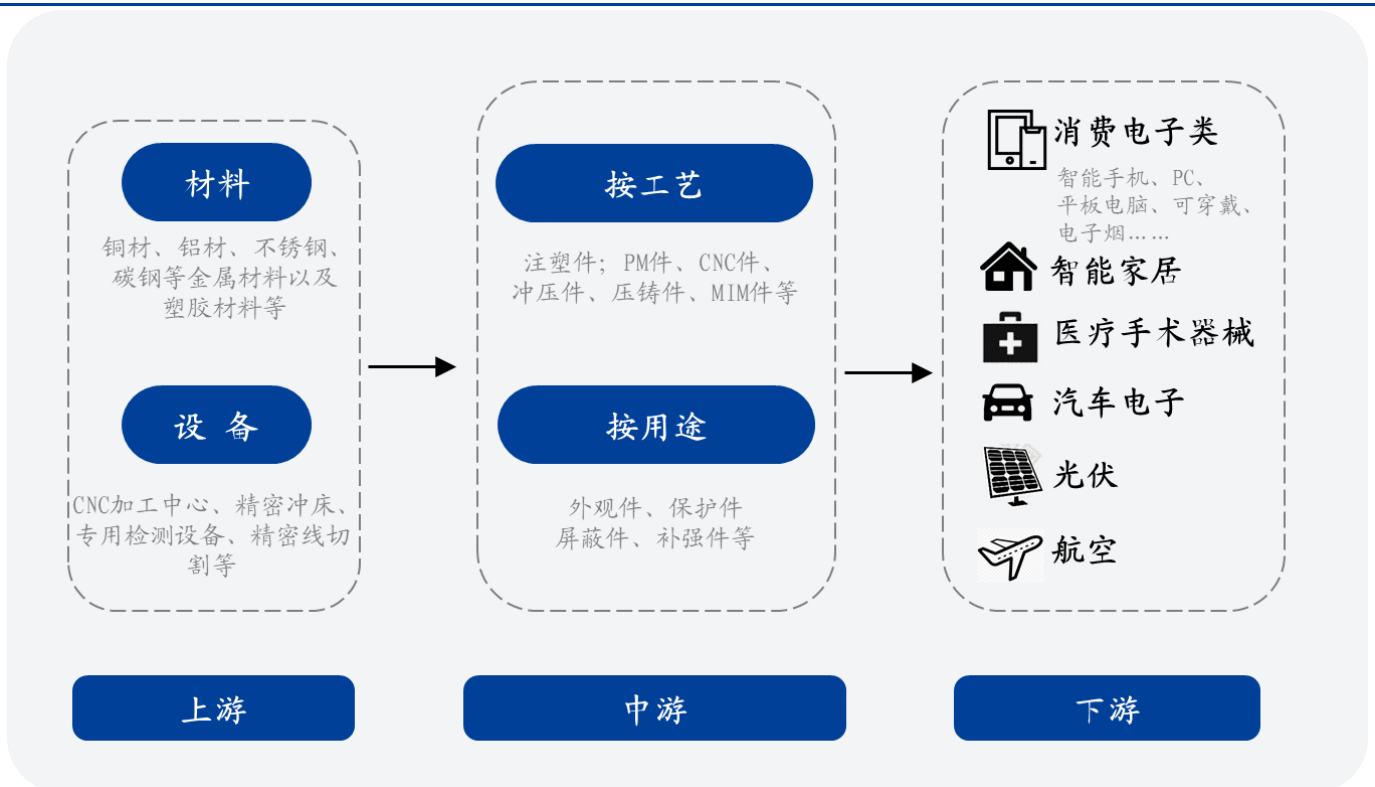
18年收购元诚电子，补充精密压铸等工艺。压铸工艺具有高效率、少边角料等特点，经多次技术提升，为越来越多的终端品牌所青睐；且18年国内留存产能较少。公司收购稀缺标的元诚电子，其为公司笔记本电脑外壳、智能手机，加热不燃烧方式电子烟等业务提供了精密压铸等方面的技术支持，为公司提供了新的增长动力。

二、消费电子：5G 渗透+终端创新，精密结构件迎新机遇

精密结构件通常包含各类高尺寸精度、高表面质量、高性能要求的起保护和支承作用的、与终端尺寸、结构、外观相关的塑胶或五金部件，这类部件不仅构成产品结构，还由于其结构精度能够对产品使用效果产生影响而具备一定的功能性作用，是智能终端产品不可或缺的组成部分。

精密结构件产业链的上游包括原材料（铜材、铝材、不锈钢、碳钢等金属材料、塑胶材料以及其他材料）及设备，下游则囊括消费电子（手机、平板电脑、笔记本电脑、可穿戴设备等）、医疗器械、汽车、智能家居等多领域。专业精密制造企业凭借在制造领域中的技术工艺和成本优势，解决了上游材料厂商的标准化生产和下游消费电子产品整机代工厂和组件生产商需求多样化、定制化之间的矛盾，成为产业链中的重要一环。

图表 14：精密结构件产业链



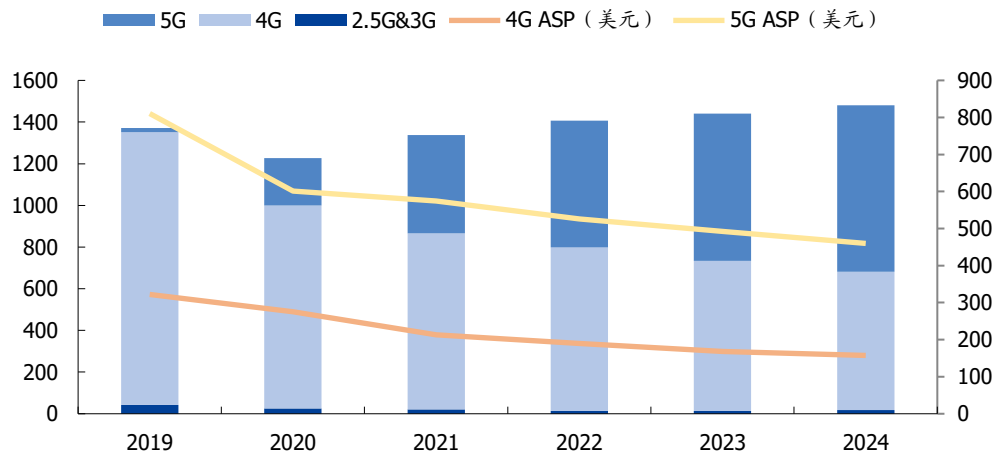
资料来源：科森科技，国盛证券研究所整理

5G 时代消费电子终端创新潮流再启动，精密结构件迎新成长机遇。5G 的迅速普及和商业化作为物联网、云计算等技术的发展提供了肥沃的土壤，引发包括智能手机、笔记本电脑、平板电脑、智能穿戴等智能终端产品形态及体验的新一轮变革和迭代。智能终端产业的迅速发展对零部件的微型化、高精度、高质感等特性提出了越来越高的要求，所需的智能终端零部件的产品种类和型号也更加丰富多样。精密功能器件产业随着新产品形态的渗透和新一波换新潮流的兴起和迎来新的增长机遇。

2.1 智能手机：5G手机渗透加速推进，大客户换机需求亟待释放

智能手机市场存量竞争状态下，5G手机逆势而上成为推动行业增长新引擎。根据Strategy Analytics数据显示，2019年全球5G智能手机出货量1870万台，5G智能手机市场份额仅略高于1%。2020年第一季度受疫情影响，Strategy Analytics统计全球智能手机出货量同比下滑17%（IDC口径为下滑11.7%）至约2.75亿部，而5G手机出货量则逆势上升至2410万台，单季度出货量超过2019年全年，渗透率加速提升至9%。

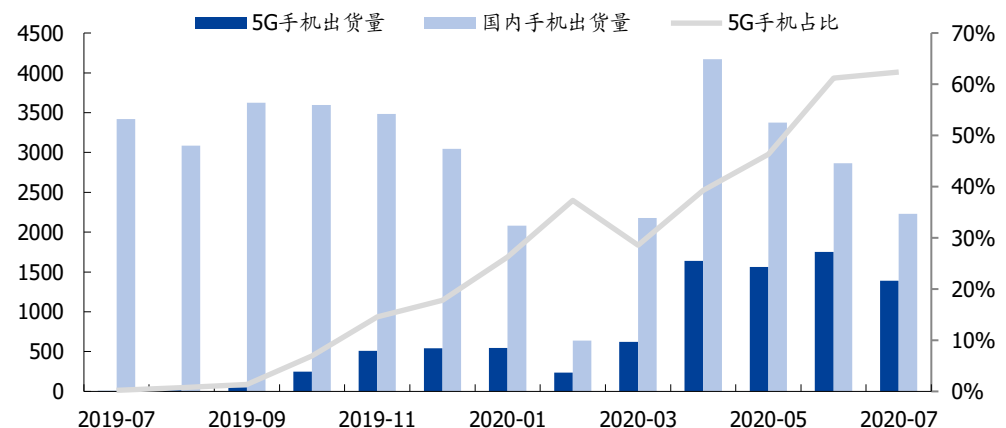
图表 15：全球智能手机出货量预测（百万部，右轴为ASP）



资料来源：IDC，国盛证券研究所

2020年ASP下探推动5G机型加速推广，渗透率提升超预期，2023年市占率有望超过50%。虽然由于2020年疫情影响全球智能手机整体需求，IDC也下调2020年全球智能手机出货量至约12亿部（同比下降9.5%），但5G手机普及不断提速，台积电在20Q2法说会将全年5G手机渗透率预测提升至约18%（高双位数），IDC预测随着5G机型ASP下探，5G应用向中低端机型渗透，到2023年，5G手机将能够占到市场的50%。

图表 16：国内手机月度出货量（万部）

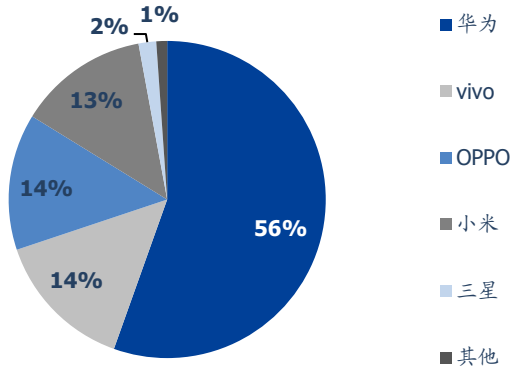


资料来源：中国信通院，国盛证券研究所

中国引领5G智能手机市场需求持续增长，市场潜在需求巨大。自2019年6月我国第一款5G手机发布至今，5G手机渗透率持续上升，在2020年全球5G智能手机渗透率预计占比不到20%的情况下，目前我国5G智能手机占比已超过60%。安卓系统的智能

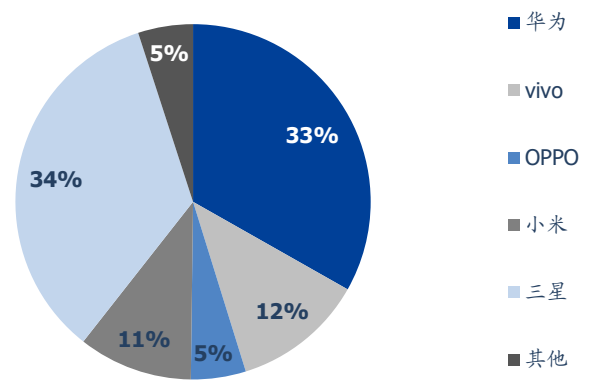
手机主导全球 5G 智能手机市场，2020 年一季度三星 5G 手机全球市占率 34%，我国智能手机品牌紧随其后，包揽全球份额第二到五名，合计占比 61%，其中华为全球市占率 33%，国内市占率更是达 56%。国内智能手机品牌响应迅速，率先引领并受益 5G 智能手机换新潮。

图表 17: 2020Q1 国内 5G 智能手机市场厂商份额



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

图表 18: 2020Q1 全球 5G 智能手机市场厂商份额



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

5G 新机型如雨后春笋，后续新机型集中发布或将激起新消费浪潮。我国 5G 网络建设全球领先，预计 2020 年全国主要城市都将完成 5G 网络覆盖。目前各电子公司已经完成复工复产，产业链整体已回归正常，随着疫情逐步缓和，国内消费者的消费热情也将逐步提升，近 5 个月来，市场上发布的手机新品几乎都是 5G 手机，并且覆盖了各个价格段，后续将会有一批 5G 新机型集中发布，5G 手机的价格逐渐下探，可能会迎来一波消费热潮。

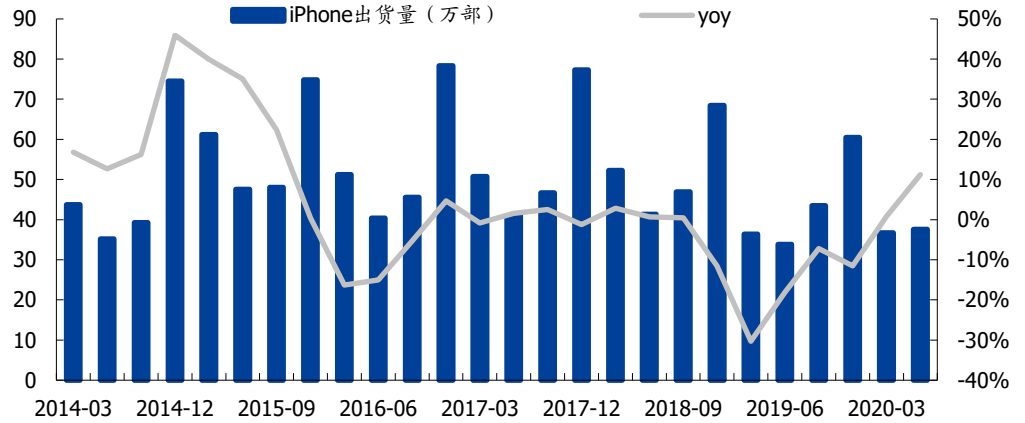
图表 19: 2020 年截至 9 月 4 日国内发布的主要 5G 机型

机型	起售价	发布日期
Xiaomi Mi 10 5G	4299 元	2020/2 月
Xiaomi Mi 10 Pro 5G	4999 元	2020/2 月
vivo Z6 5G	2198 元	2020/2 月
Oppo Find X2	5499 元	2020/3 月
Oppo Find X2 Pro	6999 元	2020/3 月
Vivo iQOO 3 5G	3998 元	2020/3 月
vivo NEX 3S 5G	4998 元	2020/3 月
Samsung Galaxy S20 Ultra 5G	9999 元	2020/3 月
Samsung Galaxy S20+ 5G	7999 元	2020/3 月
Samsung Galaxy S20 5G	6999 元	2020/3 月
Xiaomi Redmi K30 Pro	2999 元	2020/3 月
HUAWEI nova 7 Pro 5G	3699 元	2020/4 月
OPPO A92s 5G	2199 元	2020/4 月
OPPO Ace2	3999 元	2020/4 月
Vivo iQOO Neo3 5G	3298 元	2020/4 月
vivo s6 5G	2698 元	2020/4 月
HUAWEI P40 Pro	5988 元	2020/4 月
HUAWEI P40	4188 元	2020/4 月
Samsung Galaxy A71 5G	3399 元	2020/5 月
Xiaomi Mi 10 Lite 5G	2612 元	2020/5 月
Xiaomi Redmi K30i 5G	1899 元	2020/5 月
Oppo Reno4 Pro 5G	3799 元	2020/6 月
Oppo Reno4 5G	2999 元	2020/6 月
vivo X50 Pro	4298 元	2020/6 月
vivo X50	3498 元	2020/6 月
Xiaomi Redmi 10X Pro 5G	2299 元	2020/6 月
Xiaomi Redmi 10X 5G	1599 元	2020/6 月
vivo X50 Pro +	5498 元	2020/7 月
iQOO 5	3998 元	2020/8 月
iQOO 5 Pro	4998 元	2020/8 月
HUAWEI 畅享 20	1699 元	2020/9 月
HUAWEI 畅享 20 Plus	2299 元	2020/9 月

资料来源: 国盛证券研究所

iPhone 有望进入 5G 时代叠加多重创新, 催生换机新浪潮、提振大客户链。2014 年大客户革命性产品 iPhone6 系列手机成功拉动大客户手机销量再攀高峰, 手机发布后的 2014 年第四季度营收同比增长 74%, 随后 iPhone 手机年年出新但出货量增长乏力。我们认为其背后一方面手机整体进入存量竞争, 另一方面是国产手机品牌加速创新、竞争力日趋强大。4G/5G 切换的黄金阶段加速到来, 基带芯片与高通“和解”叠加 dTOF 向手机端的渗透等等因素, 2020 年或将作为大客户的创新大年, 再迎新一轮换机浪潮, 大客户链供应商将充分受益。

图表 20: iPhone 季度出货量



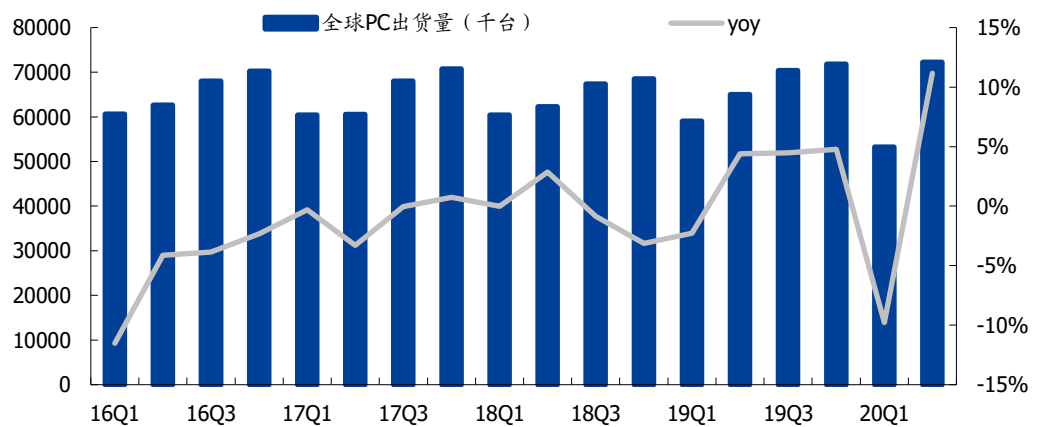
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司与大客户合作多年, 供应产品种类及覆盖型号逐步拓展。凭借高质量的产品和服务能力, 科森科技在大客户供应链中的地位逐渐提升, 公司在 2013 年左右进入 iPad 供应链, 2014 年进入 iPhone 供应链, 2015 年进入笔记本电脑供应链, 2016-2017 年进入手机大件金属外壳、中框供应体系, 从最初的供应金属小件, 逐渐增加料号, 切入金属大件, 产品价值量不断提升。

2.2 “宅”经济加速 PC 市场需求回暖, 平板消费需求上扬

PC 市场 2019 年中开始显现回暖, 2020 年疫情之下“宅经济”催生近年来 PC 出货量单季度最大同比涨幅。2019 年 Q2 开始, 全球 PC 市场实现了连续 3 个季度的同比正增长, 根据 IDC 统计, 19Q4 出货量同比增长 5% 达到了 7178 万台达到 16Q1 以来新高。20Q1 疫情突发早期影响 PC 生产供应端, 但隔离状态下远程办公、在线教育等“宅”经济带起需求, 20Q1 出货量下挫后 20Q2 强势反弹, 实现同比 11% 的接近 10 年间同比最大涨幅。

图表 21: 全球 PC 季度出货量及增速

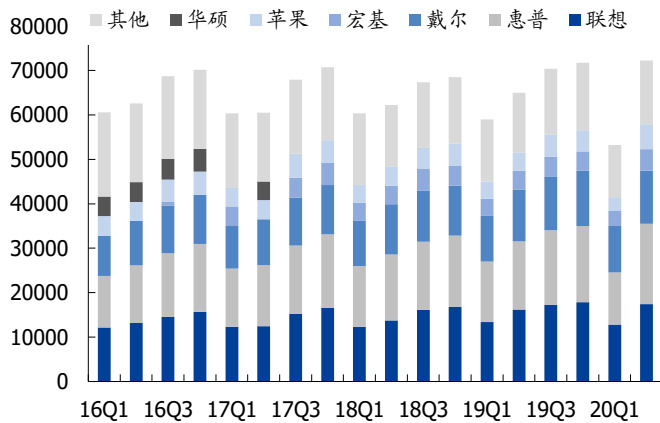


资料来源: IDC, 国盛证券研究所

全球 PC 竞争格局来看, 传统 PC 品牌占据领先位置, 但集中度相较手机领域更低一些。

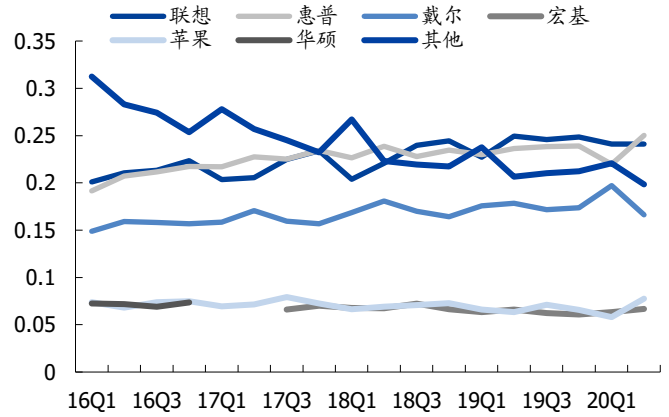
根据 IDC 数据，20Q2 联想、惠普、戴尔、宏碁、大客户五大品牌占据全球 PC 市场 80% 的份额，近年来份额相对稳定，全球市场 PC 品牌集中度未见明显提升。

图表 22: 全球 PC 竞争格局 (季度出货量, 单位: 千台)



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

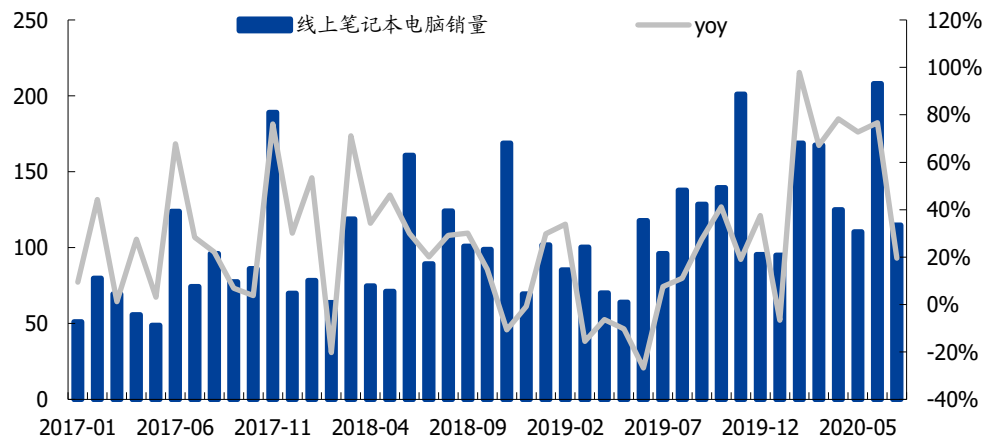
图表 23: 全球 PC 竞争格局 (市场份额)



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

2020 年上半年国内 PC 需求更加高涨，线上销售数据表现亮眼。据群智咨询和 AVCREVO 公布的数据，2020 年第一季度中国笔记本电脑线上市场销售量约 350 万台，同比增长了 54%。

图表 24: 国内线上笔记本电脑月度销量 (万台)



资料来源: 数据威, 国盛证券研究所

国内市场联想稳居 TOP1 位置，“新玩家”华为表现不俗。市场格局来看，联想（lenovo+thinkpad）在国内市场份额仍牢牢占据第一把交椅，根据联想 20Q1 财报，联想 PC 销量第一季度同比实现 13.9% 的增长，市场份额达到 35.8%。但后进者华为成长不可小觑，20Q1 华为 PC 业务实现同比 120% 的增长，根据华为公布的数据，其上半年在中国笔记本市场占有率也达到 16.9%，排名第二，进入市场第一梯队。而根据 Chnbrand 报告显示，在 Windows 笔记本市场中，华为 PC 的中国顾客推荐度排名第一，这说明华为在 PC 市场已积累了深厚的品牌影响力。

图表 25: 华为 MateBook 系列新品发布会公布笔记本业务 20H1 业绩



资料来源: 华为, 国盛证券研究所

华为 PC 加速迭代, 业务开启新赛道。华为将手机的设计理念引入 PC 业务, 轻薄、全面屏、外观质感、智慧交互体验等等优势助力华为在轻薄本市场加速渗透, 从 2018 年的排名第七迅速升至 2019 年前二名, 20Q1 市场份额实现了同比增长 190%。近年来华为每年贴合需求、技术创新对 PC 推陈出新、升级迭代, 2020 年新发布的 MateBook X Pro (2020) 机身 CNC 工艺、钻石切割倒角工艺的金属材料, 以及整体外观在美学设计、制造工艺、手持体验上相比同类竞品具备强有力竞争力。随着华为进一步的创新和突破, 我们可以期待其 PC 业务的更高成长。

图表 26: 华为 MateBook X Pro 2020 款



资料来源: 华为, 国盛证券研究所

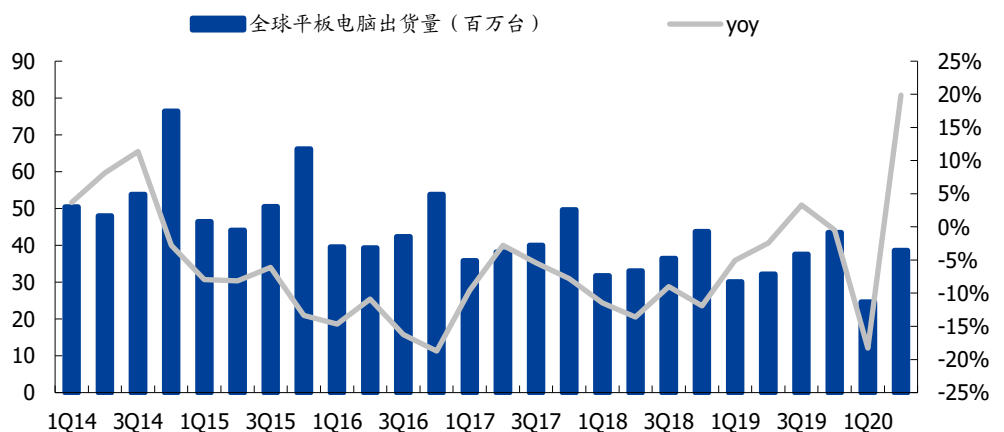
图表 27: 华为历代笔记本 (包含二合一) 产品

型号	发布时间	尺寸/英寸	CPU	分辨率	价格
MateBook	2016年5月	12	m3-6Y30/m5-6Y54	2160X1440	4988元起
MateBook E	2017年4月	12	i7-7500U/i5-7200U	2160X1440	5800元起
MateBook X	2017年5月	13	i7-7500U/i5-7200U	2160x1440	6988元起
MateBook D (2018)	2017年5月	15.6	i7-8550U/i5-8250U (2018年升级)	1920 × 1080	5188元起
MateBook X Pro	2018年2月	13.9	i7-8550U/i5-8250U	3000x2000	7988元起
MateBook 13	2018年12月	13	i7-8565U/i5-8250U	2160x1440	4999元起
MateBook 14	2019年4月	14	i7-8565U/i5-8250U	2160x1440	5699元起
MateBook E (2019)	2019年4月	12	高通 850 处理器	2160 × 1440	3999元起
MateBook X Pro (2019)	2019年4月	13.9	i7-8565U/i5-8250U	3200x2000	7999元起
MateBook X Pro (2020)	2020年4月	13.9	i7-10510U / i5-10210U	3200 * 2000	7999元起
MateBook D (2020)	2020年7月	14/15.6	锐龙 5 4500U/锐龙 7 4700U	1920x1080	4099元/4199元起
MateBook X (2020)	2020年8月	13	i7-10510U / i5-10210U	3000 * 2000	7999元起
MateBook 13/14 2020	2020年8月	13/14	升级 10 代处理器/推出锐龙 7 4800H 版本	2160*1440	4599元/4999元起
MateBook B	2020年8月	14	i7-10510U / i5-10210U	2160 × 1440	6999元起

资料来源: 华为, 国盛证券研究所

平板电脑挽救颓势, 20Q2 需求同步 PC 实现升温。根据 IDC 的统计数据, 19 年下半年平板市场需求开始企稳略有回升, 20Q2 受益于国内疫情恢复及国内外居家办公、娱乐、远程教育推动, 平板电脑出货量同比增速近 20%。我们认为平板的热销主要来源于疫情期间教育需求的拉动, 而平板在在线教育使用场景的应用和普及, 将不仅仅只是昙花一现, 我们认为随着平板电脑教育属性日渐强化, 其市场活力或将在后疫情时代得以延续。

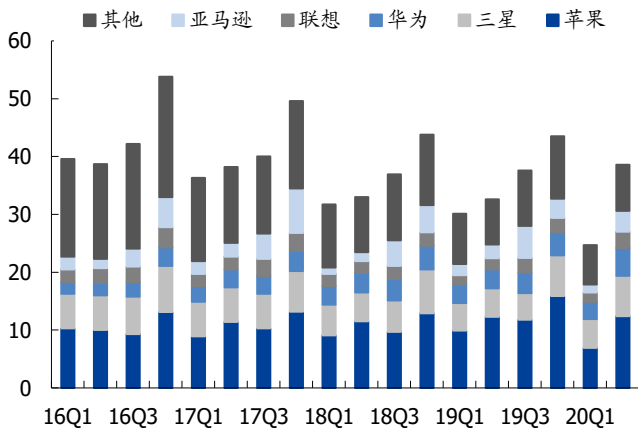
图表 28: 全球平板电脑季度出货量



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

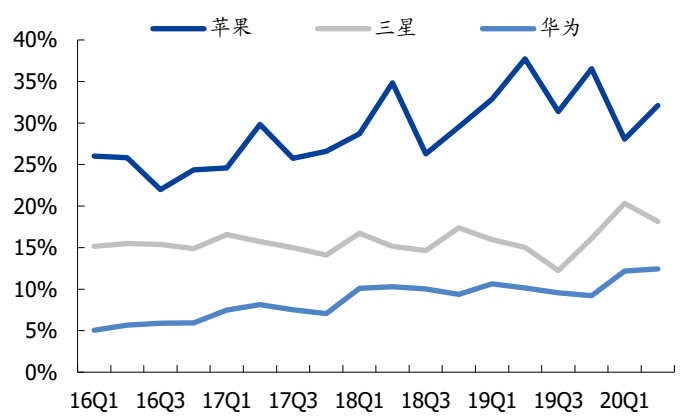
市场份额来看, 20Q2 大客户市占率为 32%, 继续稳居第一, 华为市占率逐步提升, 从 16 年的 5% 增长至 20Q2 的 12%, 增长迅速。

图表 29: 全球平板电脑市场格局 (季度出货量, 单位: 百万台)



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

图表 30: 全球平板电脑市场 TOP3 品牌市占率



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

2.3 电子烟外观金属化, 新业务放量可期

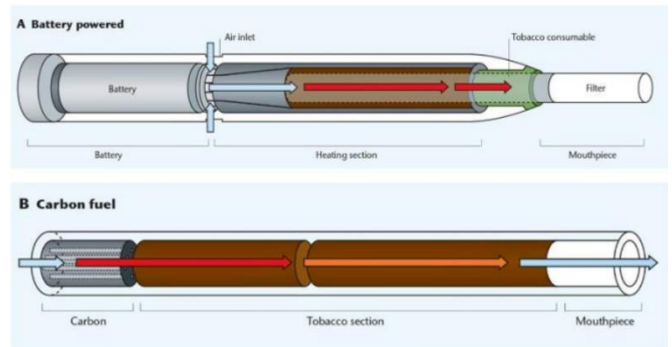
公司提供加热不燃烧电子烟支架及外壳, 电子烟布局进展迅速。公司于 2018 展开高端电子烟产品布局, 主要为电子烟提供金属结构件支架、外壳等产品, 顺利导入国际知名加热不燃烧方式电子烟品牌客户供应链。公司于 2018 年收购的元诚电子, 为公司加热不燃烧方式电子烟业务提供了精密压铸等工艺方面的技术支撑。

图表 31: 电子烟主要类型



资料来源: 思摩尔招股说明书, 国盛证券研究所

图表 32: 加热不燃烧烟草制品的主要构成



资料来源: 上海新型烟草制品研究院, 国盛证券研究所

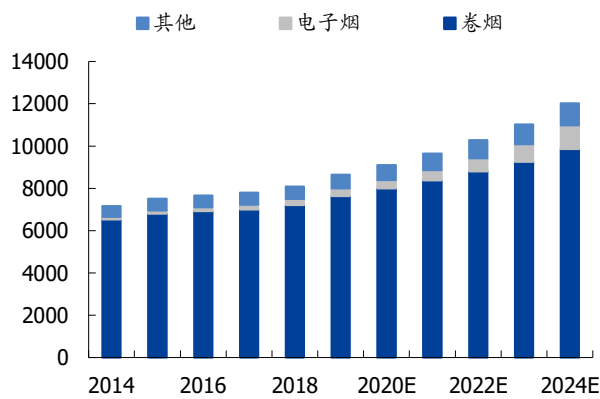
HNB 式电子烟有害成分更低, 电子烟外观向金属转变。目前电子烟主要包括传统雾化式 (蒸汽式) 和加热不燃烧 (HNB)。前者主要通过加热“烟油”液体产生供吸食者吸收的气溶胶, 烟油含尼古丁等。加热不燃烧式电子烟则是借助芯片控温加热烟草产生烟雾, 由于烟叶达到不燃烧状态, 从而可控制释放的烟雾成分。较现有烟草而言, 其有害成分含量较低。随消费者对电子烟外观要求升级, 其材质将由塑胶向金属等转变, 为精密金属结构制造领域带来新机遇。

电子烟市场仍处于起步阶段, 当前规模相对卷烟较小, 近年来增速较高。随着各国控烟减烟力度的增强和民众对健康的关注, 越来越多的消费者在寻找传统烟草产品的替代品。

据 Frost&Sullivan，全球电子烟市场规模由 2014 年的 124 亿美元增长至 2019 年的 367 亿美元，CAGR 24.24%；预测 2024 年其规模将增至 1115 亿美元，19-24 CAGR 24.89%。19-24E 电子烟市场规模较传统卷烟 6000 亿至万亿美元规模仍较小。近年来电子烟市场规模保持较高增速，14-19 CAGR 24.24%远高于卷烟 CAGR 3.18%。

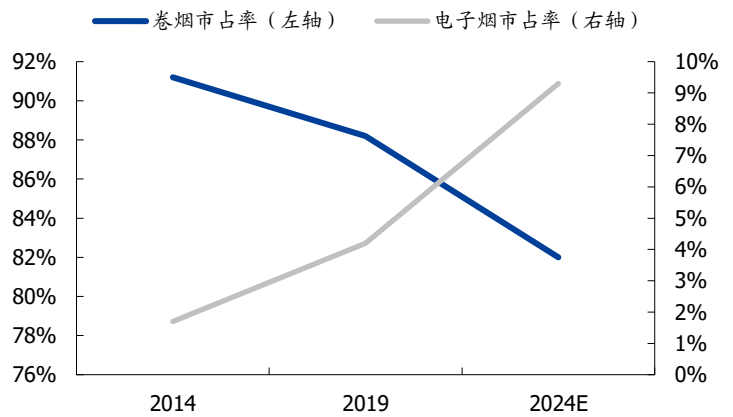
电子烟当前市占率仅 4.2%，未来替代空间仍然较大。过去五年，电子烟渗透率稳健提升，由 14 年 1.7%提升至 19 年的 4.20%。相比之下，卷烟市占率呈现萎缩态势，由 14 年的 91.20%降低至 19 年的 88.20%。据 Frost&Sullivan 预测，2024 年，电子烟和卷烟市占率分别为 9.30%和 82%。电子烟较卷烟市占率处于低位，由二者渗透率变化看，电子烟未来替代空间较大。

图表 33: 全球烟草市场规模 (亿美元)



资料来源: Frost&Sullivan, 国盛证券研究所

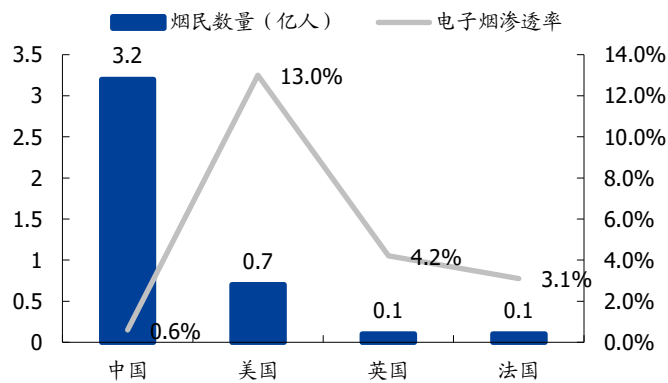
图表 34: 2014-2024 卷烟与电子烟市占率变化



资料来源: Frost&Sullivan, 国盛证券研究所

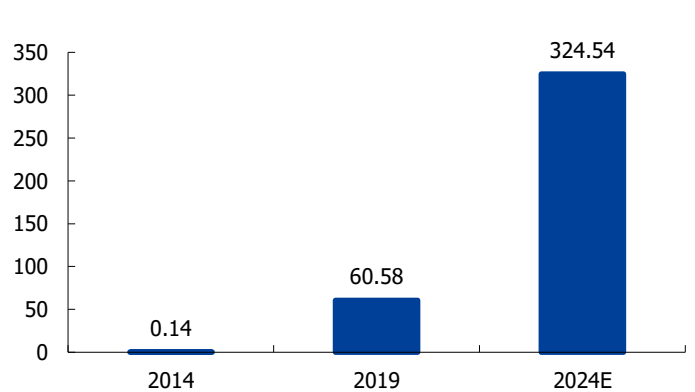
当前电子烟市场仍集中于欧美，我国电子烟潜在空间较大。美国电子烟消费额全球占比高达 60%，其市场规模由 2014 年 64 亿美元增至 2019 年的 207 亿美元；英国及欧盟国家全球占比合计高达 20%。相比之下，我国烟民数量远高于欧美，2017 年我国烟民近 3.2 亿人，约为美国 5 倍。然而，当前我国电子烟渗透率较低，17 年仅 0.6%远低于美国的 13.0%，英国 4.2%。当前我国禁止电子烟网上销售，如果未来政策放开，我国将有较大潜在空间。

图表 35: 2017 年各国烟民数量与电子烟渗透率



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 36: 全球加热不燃烧设备市场规模 (亿美元)



资料来源: Frost&Sullivan, 国盛证券研究所

HNB 品类增速突出，2024 年全球规模近 324 亿美元。2014 年全球 HNB 规模仅 0.14

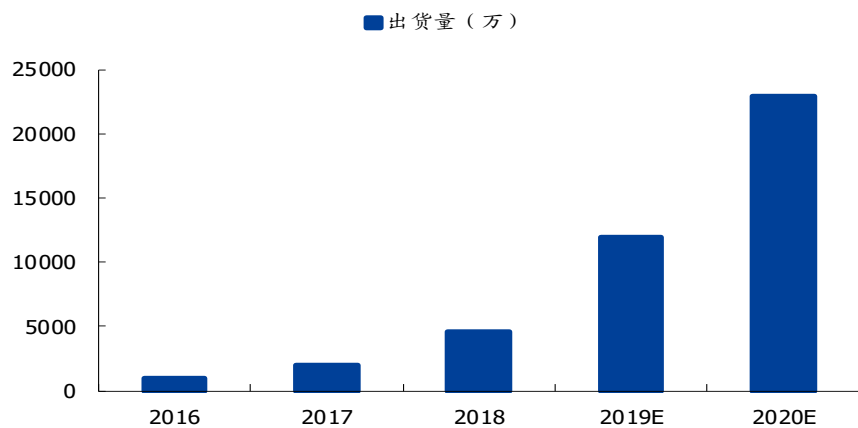
亿美元，2019 已突破 60 亿美元，14-19 CAGR 236.70%。HNB 这一细分品类增速远高于电子烟大类 14-19CAGR 24.24%。据 Frost&Sullivan 预测，2024 年其规模将达 324.54 亿美元，19-24 CAGR 39.89%，仍维持较高增速，且仍显著高于电子业大类增速 24.89%。

2.4 着眼未来，高增长的 TWS 市场蕴藏机遇

TWS 无线耳机在 2019 年迎来爆发年，出货量持续超预期，2020 年消费电子领域 TWS 耳机进一步提升景气度。由于 TWS 耳机、智能手表等可穿戴产品由于仍处于爆发初期阶段，根据 CounterpointResearch 统计 TWS 无线耳机的市场渗透率仅为 15%，渗透率较低，因此受疫情影响极为有限，2020 年我们认为 TWS 耳机市场仍然能够维持高增长。

CounterpointResearch 预测，2020 年 TWS 无线耳机的出货量将达到 2.3 亿副，相对于 2019 年仍然继续维持翻倍的增长。随着蓝牙技术的升级、3.5mm 耳机孔的取消以及 TWS 耳机体验感的提升，未来 TWS 耳机市场前景广阔。

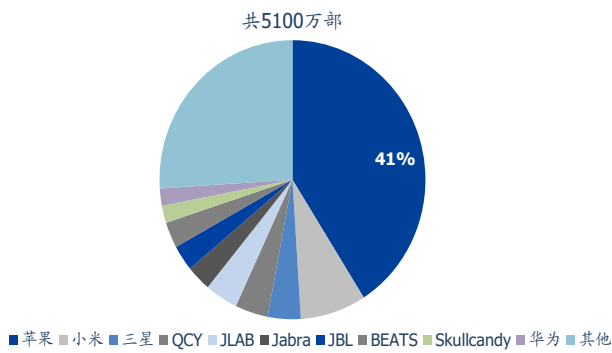
图表 37: TWS 无线耳机出货量 (万台)



资料来源: CounterpointResearch, 国盛证券研究所

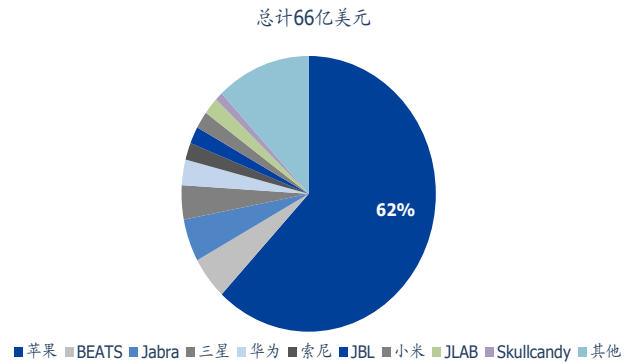
分品牌来看，大客户凭借 AirPods 大获成功，占据接近 50% 的市场份额，华为 FreeBuds 和荣耀 FlyPods 也迎来快速发展，小米在 2019 年第一季度推出一系列耳机新品，以超高的性价比大幅拉动了其在可穿戴设备市场的增长，传统的耳机厂商例如 Bose、1More、漫步者也纷纷推出了自家的 TWS 耳机，三星 galaxybuds、索尼以及其他白牌无线耳机均迎来了爆发式的增长，TWS 耳机行业百花齐放，对 OEM/ODM 厂商、主控、模拟、存储等主要芯片带来了可观的业绩拉动。

图表 38: TWS 耳机 19Q4 分品牌出货量



资料来源: CounterpointResearch, 电子发烧友, 国盛证券研究所

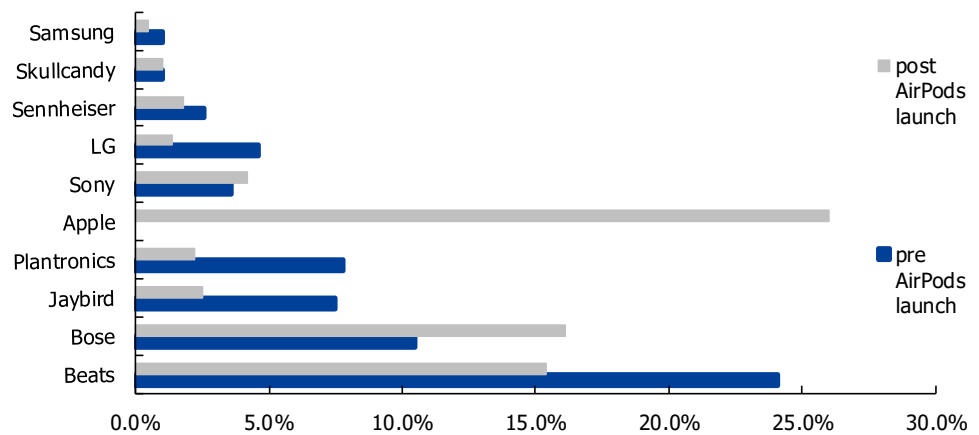
图表 39: TWS 耳机 19Q4 分品牌价值量



资料来源: CounterpointResearch, 电子发烧友, 国盛证券研究所

AirPods 仍占据主导地位, Pro 销量超预期。 AirPods 在发行短短一个月时间内就成为美国最受欢迎的无线耳机, 根据市场调研机构 Slice Intelligence 的数据, 发行短短一个月已占据 26% 的市场份额, 超过 Beats 和 Bose 耳机的份额。

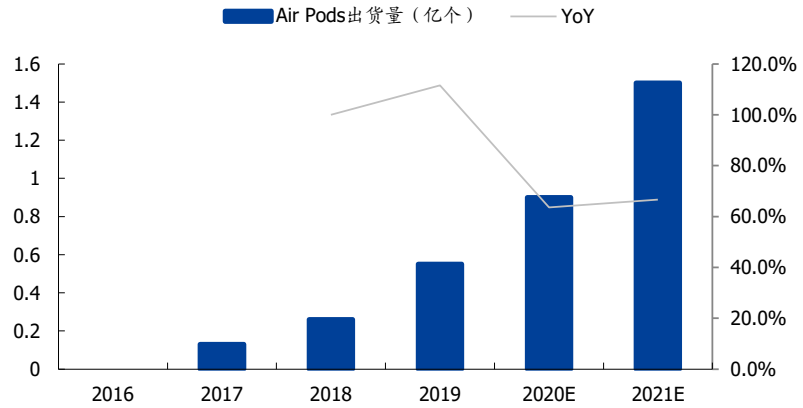
图表 40: AirPods 发布前后市场份额对比



资料来源: Slice Intelligence, 国盛证券研究所

2018 年/2019 年 AirPods 出货量约为 3500/5500 万台, 我们预计 2020E AirPods 的出货量为 9000 万台, 2021 年有望达到 1.5 亿台, 出货量同比分别增长 63.6%/66.7%。

图表 41: AirPods 出货量预测



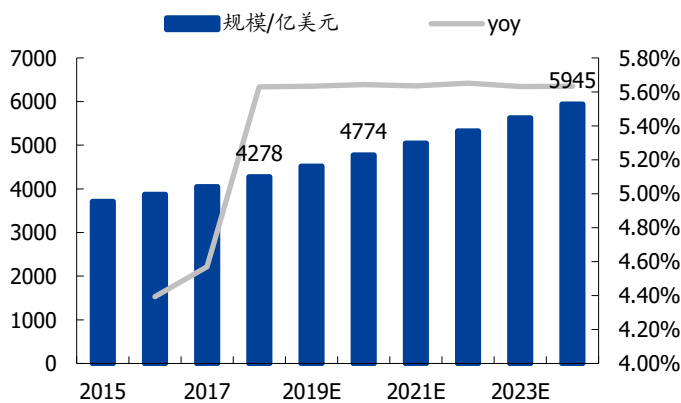
资料来源: KGI, Counterpoint, 国盛证券研究所预测

TWS 耳机有望成为未来物联网的智能语音入口: 伴随着人工智能技术落地, 谷歌、亚马逊、京东及百度等互联网巨头都争先在消费 IOT 进行布局, 相继推出智能音箱。TWS 蓝牙耳机+智能音箱, 有望打开智能交互入口。

三、医疗器械需求稳健增长, 公司坚持“大客户”战略

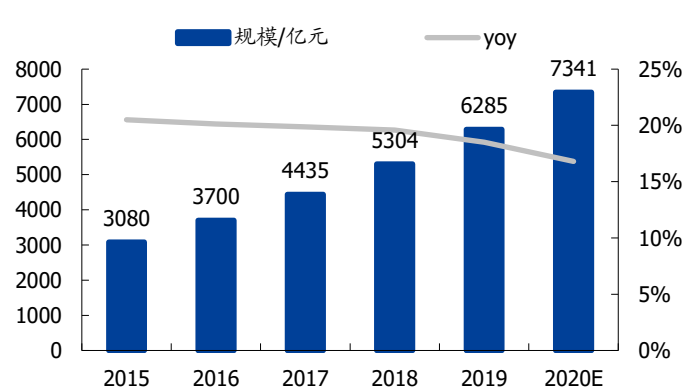
全球医疗器械市场规模稳健增长, 国内规模增速显著高于全球水平。2018 年全球医疗器械市场规模达 4278 亿美元, 据 Evaluate MedTech 预测, 2020-2024 年该规模将由 4774 亿美元增至 5945 亿美元, CAGR 5.64%。近年来我国医疗器械市场规模维持 20%左右同比增速, 显著高于全球平均水平; 该规模由 15 年的 3080 亿元增至 2019 年的 6285 亿元, 4 年时间实现翻倍增长。预计 2020 年国内市场规模将达到 7341 亿元。随着社会发展, 人民健康意识逐渐提升, 将明显提振药品和医疗服务需求, 最终驱动医疗器械市场稳健增长。

图表 42: 2017-2024 全球医疗器械市场规模及其增速



资料来源: Evaluate MedTech, 国盛证券研究所

图表 43: 2015-2020 中国医疗器械市场规模及其增速

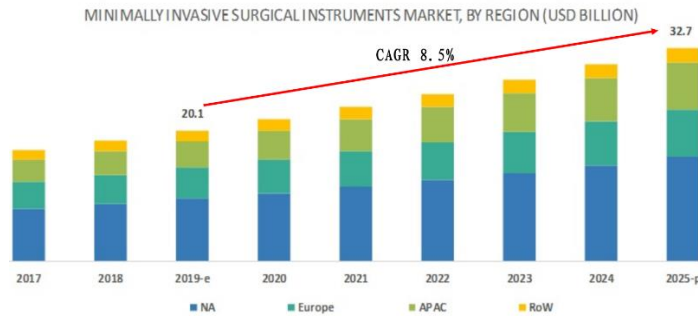


资料来源: 艾媒数据中心, 国盛证券研究所

手术微创化为重要趋势, 精密结构件要求升级, 相应市场规模高增。传统心胸外科手术多由开胸、开腹实施, 将造成伤口大、出血多等; 而微创手术可最小化创口, 手术风险低。因此手术微创化将成为未来重要发展方向, 相应微创器械对生产设备、制造效率、产品精度等要求极其严苛, 其将驱动高精密度的辅助手术器械需求量增长。据 Markets

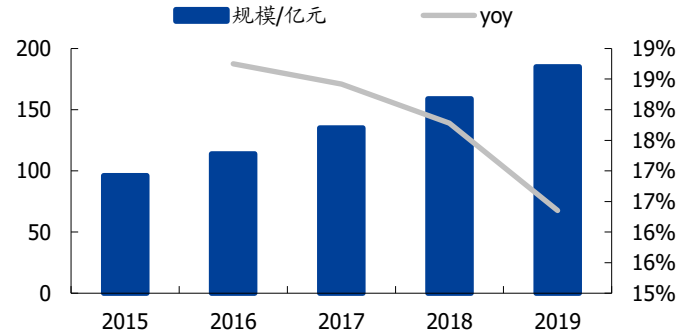
and Markets, 预计全球微创手术器械市场规模将由 2019 年 201 亿美元增至 2025 年 327 亿美元, CAGR 8.5%。近年来我国微创手术器械规模维持 16%-18% 的较高增速, 由 15 年的 96 亿元增至 19 年的 185 亿元, 接近翻番。

图表 44: 全球各区域微创手术器械市场规模/十亿美元



资料来源: Markets and Markets, 国盛证券研究所

图表 45: 2015-2019 年中国微创医疗手术器械市场规模



资料来源: Markets and Markets, 国盛证券研究所

精密金属制造主要为医疗领域提供微创手术刀片、刀杆、刀柄、止血钳、骨钉、心脏起搏器等器械结构件, 公司主要为医疗器械领域客户提供微创手术刀等介入式和骨钉等植入式器械产品的结构件。

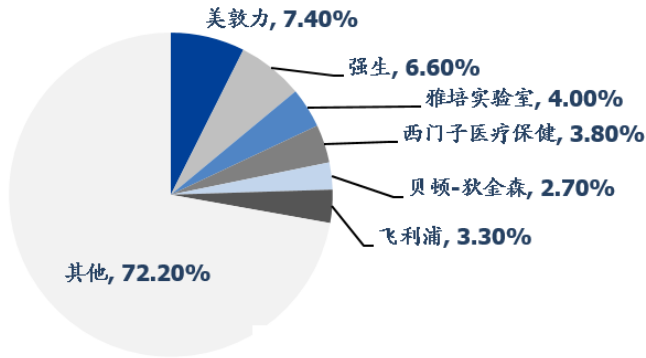
图表 46: 公司医疗手术器械结构件产品

产品名称	图例	用途
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
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(子宫切除或手术中将组织凝固、分开)
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
吸引凝血器类产品		用于凝固组织和吸引流体
手术刀夹持护管		手术刀外管
超声刀夹持护管		超声手术刀的外管
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
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
足外翻矫正器零件		用于足外翻矫正
骨科手术用工具		用于手术中对骨头进行钻孔
骨钉		用于手术中连接钢板
手术刀夹持护板		用于保护夹持手术刀
胫骨髓内棒		用于固定胫骨

资料来源: 科森科技招股说明书, 国盛证券研究所

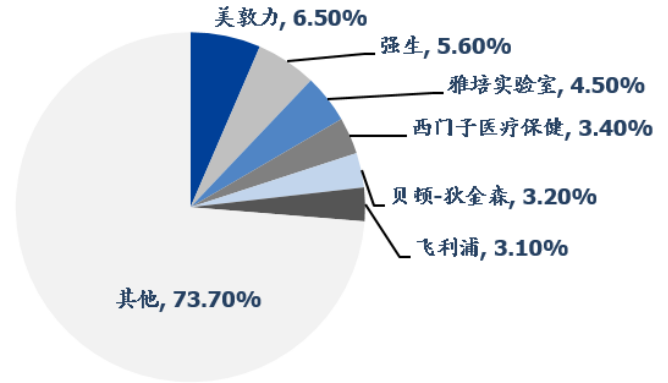
公司客户为行业翘楚。全球医疗器械行业领先公司大多集中在欧美，2019年排名前20位的医疗器械公司中，有14家为美国企业。公司客户美敦力、强生行业排名稳居前二，2017年其市占率分别为7.40%，6.60%。据Evaluate MedTech预测，2024年美敦力与强生市场地位将进一步保持，分别为6.5%，5.6%。精密结构件产品认证周期长，品质要求高，一旦进入客户供应链，合作产品出货将较稳定，持续性较强。

图表 47: 2017 年全球医疗器械行业竞争格局



资料来源: Evaluate MedTech, 国盛证券研究所

图表 48: 2024 年全球医疗器械行业竞争格局预测



资料来源: Evaluate MedTech, 国盛证券研究所

1) 美敦力: 成立于 1949 年, 是全球领先的美国医疗科技公司, 医疗器械领域排名第一。美敦力主要覆盖心脏与血管、微创治疗、恢复性疗法、糖尿病业务。其中, 心脏与血管业务为其最大业务。

2) 强生: 成立于 1886 年, 是世界上规模最大, 产品多元化的医疗卫生保健品及消费者护理产品公司。其主要业务覆盖医疗设备、保健品、药品等。在设备方面, 公司的全球骨科业务包括关节重建、创伤、脊柱、运动医学等; 另外公司还涉足外科设备, 心律失常和神经血管护理的工具等。

3) Zimmer: 肌肉骨骼健康护理行业的世界领先企业, 美国矫形外科设备制造商。2003 年, 并购了温特图尔的 Centerpulse。公司 2017 年于医疗器械领域排名全球第 15, 全球市占率 1.9%。

四、公司核心竞争优势显著

4.1 深入绑定优质客户, 合作关系稳固

公司客户皆为各领域全球领先者, 合作关系稳固, 优质客户助力成长。公司服务对象主要是消费电子、医疗器械、新能源等行业的国际知名企业, 如大客户、亚马逊、捷普、索尼、富士康、美敦力、强生、Solar City、IronRidge 等。公司客户资源优势具有较高壁垒, 上述客户的供应商认证严苛, 复杂, 具长期性; 同时, 合作关系形成后, 客户一般不轻易变更供应商。凭借优渥的客户资源, 公司可获得稳定的大规模订单; 同时公司通过服务一流名企, 在研发生产能力上建立起良好口碑, 有助于拓展其他高端客户, 进一步开拓市场。

图表 49: 公司部分重要客户



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

与高端客户深入研发合作, 借鉴其优秀经验。公司与高端客户的合作模式已经从原来的简单供求合作逐渐深入到共同研发, 例如对于部分极其复杂和精密的产品, 公司往往会与高端客户共同开发, 并保持长期密切合作, 这样即可以保障公司全程参与新一代产品的研发, 助力客户不断引领市场潮流; 还可以学习借鉴高端客户优秀的管理经验, 有效提升自身的运营效率和管理水平。

4.2 持续加大研发投入, 技术水平行业领先

公司持续加大研发投入, 在消费电子、医疗器械等领域拥有多项核心技术专利。公司通过人才引进和自主研发, 具备领先的精密结构件的开发、设计、制造技术, 2016-2019年, 公司研发支出分别为 0.63、1.14、1.49、1.81 亿元, 研发投入逐年增加; 公司的研发人员数量也从 2016 年的 437 人增长至 2019 年的 617 人。公司研发支出转化效率高, 已在消费电子、医疗器械等领域实现技术突破, 截至 2020 年上半年, 公司已获授权专利超过 200 项, 其中发明专利 50 余项。

图表 50: 公司历年研发人员数量和研发投入金额情况

	2016	2017	2018	2019
研发人员数量 (人)	437	623	671	617
研发人员数量占比	15.27%	13.93%	13.74%	13.95%
研发投入金额 (亿元)	0.63	1.14	1.49	1.81
研发投入占营业收入比重	4.87%	5.26%	6.21%	8.51%

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

公司掌握完备的精密结构件制造工艺技术, 为客户提高的产品累计超过 5000 种。经过多年的研发积累, 公司已掌握了精密模具、冲压、锻压、切削、压铸、CNC、真空镀膜、阳极氧化、金属粉末注射成型、激光切割和焊接、精密注塑等一整套精密制造工艺技术, 可为客户提供“一站式”精密制造服务; 公司拥有丰富的产品设计、制造经验, 累计为客户提供超过 5000 种产品。完备的工艺技术和丰富的设计制造经验助力公司在产品广度和开发成本上取得竞争优势。

多个研发项目同步进行, 瞄准高端前沿市场。截至 2019 年年末, 公司在研项目包括精密

防尘防水手机中框、精密智能穿戴设备外壳、精密超轻超薄笔电外壳、精密智能家电终端结构件、高端精密金属电子烟外壳、高端笔记本电脑 CPU 精密散热器、高端智能音箱、高精度键盘支架等，累计在研项目超过 30 个。公司研发投入主要用于高端精密产品研发项目，瞄准市场前沿，不断优化产品结构，提高科技创新能力，力求在高精尖产品制造技术上实现突破，巩固竞争优势。

图表 51: 公司 2019 年研发项目情况

应用领域	项目名称	研发费用 (万元)
消费电子	高精度智能手机主板支架的研发	1838.39
	高端电子雪茄高精度外壳制造技术的研发	936.16
	高精度超薄笔记本电脑壳体及模具的研发	891.76
	高精度超薄平板屏幕注塑支架的制造技术及工艺的研发	723.16
	高精度智能超轻超薄铝合金笔电外壳制造技术的研发	673.96
	高精度塑胶蓝牙耳机外壳制造技术的研发	672.93
	高端智能笔记本电脑手纹解锁支架制造技术的研发	638.02
	超薄笔记本电脑风扇支架的研发	630.39
	超薄平板电脑背光板的研发	629.65
	超薄超轻 Pad 后壳制造技术的研发	583.05
	高精度智能显示器主板支架及 LED 支架的研发	579.41
	超薄超轻高精度镁合金笔电外壳制造技术的研发	491.55
	电子烟壳体及生产工艺的研发	429.82
	智能手机钛合金边框加工工艺的研发	416.51
	智能显示屏背板加工工艺的研发	405.63
	医疗微创手术缝合器械高精度激光焊接专用工装研发	390.58
	智能笔记本摄像头模组加工工艺的研发	356.75
	智能手机不锈钢边框加工工艺的研发	349.51
	智能手机铝合金中框加工技术的研发	330.11
	蓝牙耳机充电仓自动打开转轴的研发	313.56
	智能笔记本铝合金外壳冲压加工工艺的研发	288.90
	高精度智能通讯设备零件的研发	280.20
	高精度电子游戏机高亮度外壳制造技术的研发	247.84
	高精度笔记本电脑散热片制造技术的研发	233.51
	智能手写触控笔触头感应部件加工工艺的研发	230.65
	智能笔记本散热模组加工工艺的研发	210.29
	智能触控笔精密零部件自动上料治具的研发	205.69
	智能手机零部件真空镀膜工艺的研发	191.64
	智能笔记本镁合金外壳压铸加工工艺的研发	165.79
	高强度游戏中板的研发	140.31
GDI 油嘴精密内外圆磨技术研发	128.31	
智能 3C 产品结构件的研发	117.51	
智能手机无线充电底座研发	116.65	
销售终端机装备支架的研发	82.32	
会议电视视讯模组壳体及生产工艺的研发	81.03	
一种异性液晶屏 (条型屏) 突破现有设备瓶颈的开发	72.22	

改造		
	一种液晶玻璃与 PCB 搭接光学胶的精度侦测开发	62.00
	一种窄边框液晶模组边缘胶带的半自动贴附治具开发	32.51
	一种液晶模组局部高精度点胶治具开发	28.52
	一种液晶模组机械及光学结合对位机构开发	20.21
	超薄笔记本一体机壳加工工艺的研发	3.89
医疗器械	医疗微创手术缝合器械高精密激光焊接专用工装研发	390.58
	医疗微创手术吻合器枪径管件高精密激光焊接工装研发	308.16
	医疗零件数控中心精密刀柄结构设计的研发	115.62
	医疗超声刀传动异型套管制造工装的研发	87.10
技术工艺	高精密微型冲压件全自动埋射成型工艺的研发	1549.41
	高精密智能机器人转轴的研发	310.46
智能机器	智能家居机器人内置传动转轴的研发	292.12

资料来源：公司年报，国盛证券研究所

4.3 定增提升产能，进一步完善业务布局

公司于2020年7月30日发布2020年非公开发行股票预案，拟募集资金总额16亿元。其中，计划4.5亿元用于高精密模具扩建项目，5亿元用于智能穿戴、智能家居类产品部件制造项目。

图表 52：科森科技非公开发行股票募集资金项目情况（亿元）

序号	项目名称	计划投资总额	募集资金投资额
1	高精密模具扩建项目	4.50	4.50
2	微创手术器械零部件生产项目	2.01	2.00
3	智能穿戴、智能家居类产品部件制造项目	5.05	5.00
4	补充流动资金项目	4.50	4.50
合计		16.06	16.00

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

高精密模具扩建有助于提升公司订单获取及生产能力。模具工艺水平对于精密结构件产品质量、研发能力等至关重要。当前消费电子、医疗手术器械等终端产品定制化、多品类、快速更迭、规模生产的特性日益凸显。公司高精密模具扩建项目完成后，预期将有效强化规模制造、研发、快速响应等能力，从而将进一步提升订单获取和交付能力。

强化智能穿戴及家居场景布局，把握下游机遇；组装一体化提升毛利水平。5G、IoT等技术催生了智能终端新品类的不断涌现和数量爆发。据IDC统计数据，2019年全球智能穿戴设备出货同比89.04%增至3.37亿台；据STATISTA统计数据，2019年全球智能家居市场规模达737.19亿美元，2017-2019年CAGR 30.21%。公司当前智能穿戴、智能家居领域产能及收入规模仍有较大提升空间，预期智能穿戴、智能家居类产品部件制造项目完成后，公司将更好把握下游市场机遇。另外，该项目一体化程度高，可提供由零

部件生产到成套产品组装；同时运用内置转轴成套制造技术等多项核心技术，有助于提高产品毛利率和公司盈利水平。

4.4 股权激励彰显公司信心

股权激励健全激励机制，提升效率，助力公司业绩增长。截至2020年3月6日，公司股权激励剩余47289.52万股，其中46350.32万股为非限售流通股，其余限售流通股系公司2019年底的股权激励计划。2019年底公司的股权激励计划，参与股权激励的为公司高管和核心管理层，最终以5.38元的价格合计授予939万股。该次计划分三阶段解禁，解禁业绩约束条件分别为营业收入30、40、50亿元或净利润2、3、4亿元。公司2019年的营业收入为21.27亿元，净利润为-1.91亿元，从股权激励计划设定的解禁业绩条件来看，公司对于未来的增长充满信心。公司实施股权激励计划可以健全公司的激励、约束机制，提高公司可持续发展能力；使经营者和股东形成利益共同体，提高管理效率和经营者的积极性、创造性与责任心，并最终提高公司业绩。

图表 53: 科森科技股权激励解锁条件

解禁期	解禁期限约束	解禁比例	解禁业绩约束
第一解禁期	首次授予日起 12-24 个月	40%	2020 年收入大于 30 亿或净利大于 2 亿
第二解禁期	首次授予日起 24-36 个月	30%	2021 年收入大于 40 亿或净利大于 3 亿
第三解禁期	首次授予日起 36-48 个月	30%	2022 年收入大于 50 亿或净利大于 4 亿

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

五、盈利预测及投资建议

公司收入增长主要来自于消费电子领域，电子烟、医疗器械结构件产品销量保持相对稳定。随着5G的脚步渐行渐近，公司持续加大研发投入，产品的市场份额持续提升，不断优化业务结构，为未来几年持续、健康的发展打下坚实的基础。我们预计公司2020E/2021E/2022E的营业收入为31.91/41.48/53.93亿元，同比增长50%/30.0%/30.0%，随着产品结构的不断提升公司毛利率逐渐改善至23.0%/24.0%/25.0%，可实现归母净利润为1.62/3.02/4.09亿元。

图表 54: 公司盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,408	2,127	3,191	4,148	5,393
增长率 YoY(%)	11.2	-11.7	50.0	30.0	30.0
净利润(百万元)	125	-185	162	302	409
增长率 YoY(%)	-43.9	-248.3	NA	86.2	35.3
EPS(元)	0.26	-0.38	0.33	0.62	0.84
净资产收益率(%)	6.4	-11.2	8.8	14.6	17.1
P/E(倍)	65.9	-44.4	50.6	27.2	20.1
P/B(倍)	4.6	5.2	4.7	4.2	3.6

资料来源：贝格数据、Wind、国盛证券研究所

我们选取了行业内的几家可比公司进行估值比较,可比公司 2021E 的平均市盈率为 32.0x,科森科技目前股价对应 2021E 的市盈率为 27.2x,具有估值优势,首次覆盖,给予“买入评级”。

图表 55: 可比公司估值

	19A	20E	21E	19A	20E	21E
证券简称	净利润(亿元)	净利润(亿元)	净利润(亿元)	市盈率 PE	市盈率 PE	市盈率 PE
歌尔股份	12.8	23.7	34.0	110.2	59.5	41.5
立讯精密	47.1	68.2	93.1	87.7	60.7	44.4
蓝思科技	24.7	42.5	53.6	63.9	37.1	29.4
鹏鼎控股	29.3	32.6	40.4	42.4	38.0	30.7
京东方 A	19.2	41.2	85.5	89.4	41.6	20.1
领益智造	18.9	25.4	35.0	47.9	35.8	25.9
平均值	25.3	38.9	56.9	73.6	45.5	32.0
科森科技	-1.9	1.6	3.0	-44.4	50.6	27.2

资料来源: Wind、国盛证券研究所(估值日期为 2020 年 10 月 28 日,盈利预测来自 wind 一致预期)

六、风险提示

下游需求不及预期: 由于受到疫情以及外部环境的影响,供应链公司的经营业绩将受到不利影响。

行业竞争加剧: 随着各零部件市场的不断扩大,行业竞争将会更加激烈。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com