

科森科技（603626）：底部菁选，拐点明确，3C精密金属件优质标的

华西机械☆刘菁团队 2020/05/04

刘菁（SAC NO: S1120519110001）

俞能飞（SAC NO: S1120519120002）

田仁秀：tianrx@hx68.com

李思扬：lisy@hx168.com

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

- 1.公司质地优秀——医疗行业起家，伴随苹果壮大
- 2.近两年业绩下滑原因——“内”“外”交困
- 3.当前拐点确认——收入拐点，产能利用率及利润率拐点，管理拐点
- 4.行业大逻辑支撑，公司补齐工艺，迎接行业新机遇
- 5.盈利预测及风险提示

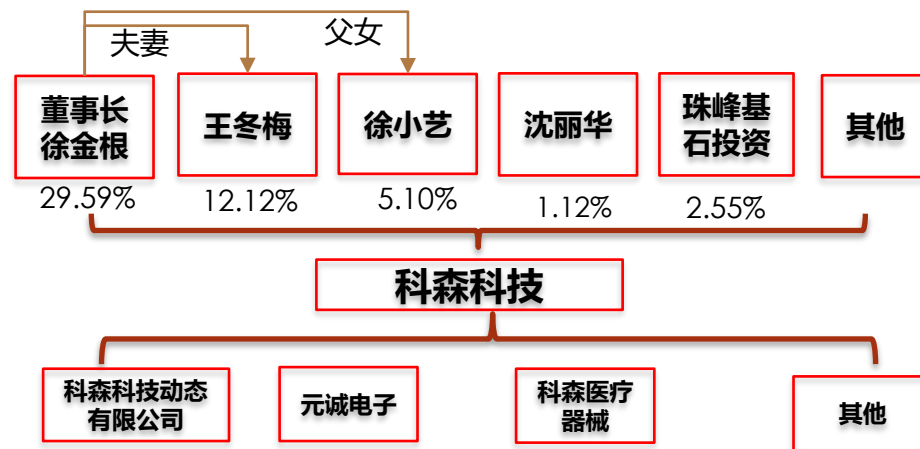
核心观点——底部菁选，收入、利润双拐点

- **我们认为科森目前成长拐点明确，坚定看好公司成长空间。**疫情下线上办公拉动笔电、平板电脑需求，公司2020年Q1在疫情影响下仍实现盈利，二季度随产能逐渐爬坡，2020Q2业绩有望持续超预期。全年看，超过盈亏平衡点后，利润率爬坡，盈利能力改善确定性强。
- ▶ 复盘历史-过去几年公司“内外交困”，产能利用率下滑拖累业绩：一方面，公司上市后大幅投入资本开支扩产产能，2017-2018年新增固定资产分别达到5.9、7.1亿，2018-2019年折旧计提提高企，管理费用率大幅提升；同时，过去几年恰逢3C行业增速放缓，非金属材料占比提升，且产业内金属加工产能大幅密集投产。内外因素叠加，导致公司固定资产投资增速高于收入增速，产能利用率下滑拖累业绩；同时19年公司计提存货减值5038万，包袱出清。
- ▶ 质地优良-医疗器械起家验证实力，绑定北美大客户发展壮大，进入笔电继续成长：科森自2008年起为美敦力旗下柯惠试制微创手术器械结构件产品，目前为美敦力全球7家战略供应商之一；2013年公司通过捷普进入A公司供应链，逐步获得认可，在A公司内涉足品类逐渐增加，不断发展壮大；根据2019年年报，公司2019年进入国内笔记本电脑大客户供应体系，未来成长空间有望进一步打开。
- ▶ 下游多点开花，线上疫情拉动笔电需求，公司充分受益：随科森客户开拓及多品类发力，2020年公司业绩拐点信号明确。手机端，A新款手机预售情况优于预期，且2020年仍为A公司确定性大年；此外疫情下线上办公需求拉动笔电、平板电脑销量，笔电业务有望超预期，贡献纯增量，公司受益确定性强。
- ▶ 新任管理层到位，股权激励落地，彰显公司变革信心：2019年底新管理层到位，新任总经理来自苹果供应商赫比国际，同时一季度公司股权激励落地，核心管理及技术人员激励到位，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。全年看，我们认为公司收入拐点明确，同时产能利用率提升、管理水平改善带动利润率修复确定性强。
- 风险提示：下游需求波动风险；公司业绩随下游产品更新换代而波动的风险；客户集中风险；贸易战等影响行业产业链全球化布局风险

1.1 科森科技——消费电子精密金属件优质标的，深耕行业多年

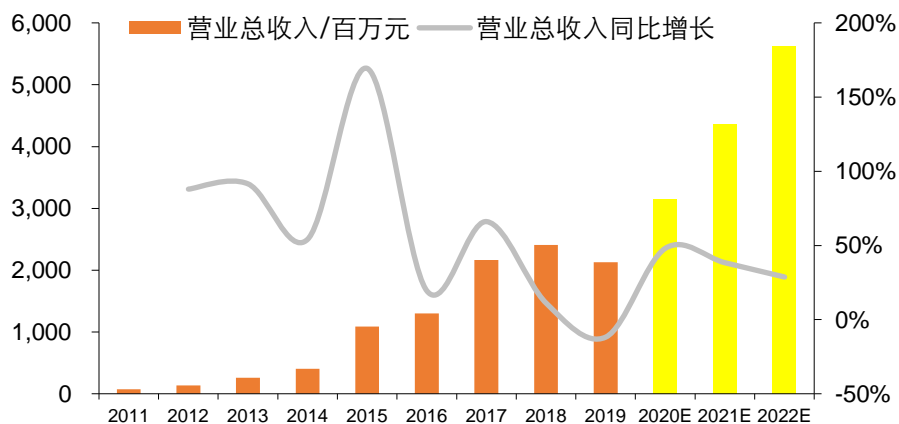
- **公司主营3C精密金属结构件加工，客户优质：**布局消费类电子、医药、汽车零部件等行业金属精密件加工；3C精密金属件为苹果核心供应商，布局手机、智能笔、笔记本电脑及平板电脑精密金属件，并于19年进入非A客户笔电业务；电子烟核心客户为全球龙头；医疗器械核心客户美敦力均为行业龙头，客户质地较好。
- **实控人徐金根及其妻王冬梅、其女徐小艺合计持有公司46.81%股权，较为稳定。**
- **过去几年公司多点布局，资本开支密集，产能大幅提升，折旧计提拖累业绩，未来3年盈利能力修复空间大。**

图1：科森科技股权结构：实控人一家持股比例近50%



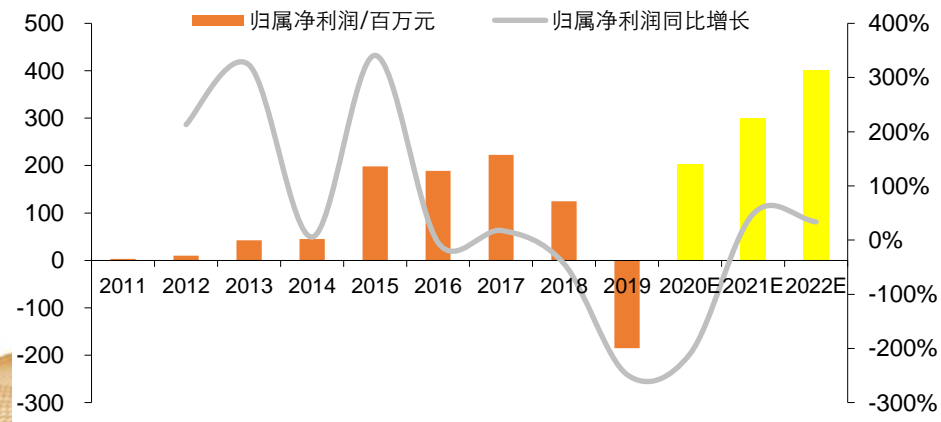
资料来源：wind，华西证券研究所

图2：科森历年收入（20-22年为盈利预测数据）



资料来源：wind，华西证券研究所

图3：2019年盈利能力见底，预测未来三年修复空间大（20-22为预测数据）



资料来源：wind，华西证券研究所

1.2 发展历程——医疗器械金属件起家验证质地，绑定苹果发展壮大突破瓶颈

(1) 医疗器械起家，产品技术含量高，奠定公司优质基因

- 医疗器械精密金属件技术门槛高，客户验证难度大，为科森起家主业：**根据招股书，科森自2008年起为柯惠试制微创手术器械结构件产品，进入供应商名单，逐渐完成小批量供货、大额订单承接、工业化生产。通过美敦力收购柯惠契机进入美敦力体系，**目前为美敦力全球7家战略供应商之一。**
- 主要产品为手术相关的介入式、植入式产品：**血管切割、闭合手术器械；骨钉；手术刀夹持护管、微创腹腔镜手术器械等，要求表面光滑度、光洁度、防水、适应高电流、高精密度等指标，**属于制造业中真正的精密领域。**
- 依托医疗器械积累的经验 and 口碑，公司进入3C产业链，打开成长空间。**

图4：科森科技医疗器械精密件种类较多



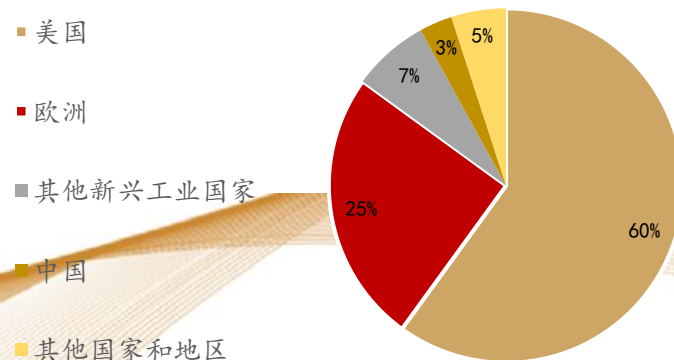
资料来源：公司官网，华西证券研究所

图5：专业微创手术室示意图



资料来源：招股书，华西证券研究所

图6：全球微创手术器械市场规模分布：仍以欧美为主



资料来源：Frost&Sullivan，华西证券研究所

1.2 发展历程——医疗器械金属件起家验证质地，绑定苹果发展壮大突破瓶颈

(2) 大陆最早进入苹果产业链的公司之一，绑定苹果壮大，13-17年收入连续高增长

- 依托苹果发展壮大，13年通过捷普进入消费电子北美大客户A公司，获得认可，在A体系内涉足品类逐渐增加：**公司主力布局消费类电子、医药、汽车零部件等行业金属精密件加工。其中消费类电子发力3C、电子烟。3C领域，公司为A客户核心供应商，布局手机、智能笔、笔记本电脑及平板电脑精密金属件。
- 金属加工技术可扩展空间大,未来随非A客户开拓及下游应用领域打开，A客户占比有望下降：**电子烟业务布局加热不燃烧头部企业菲莫国际，医疗手术器械领域公司进入一线美敦力、强生体系，验证公司实力；此外公司19年进入笔电领域，未来有望贡献较大增量。

图7：科森科技发展历程



图8：收入百分比：依托医疗器械起家，借助3C金属件壮大

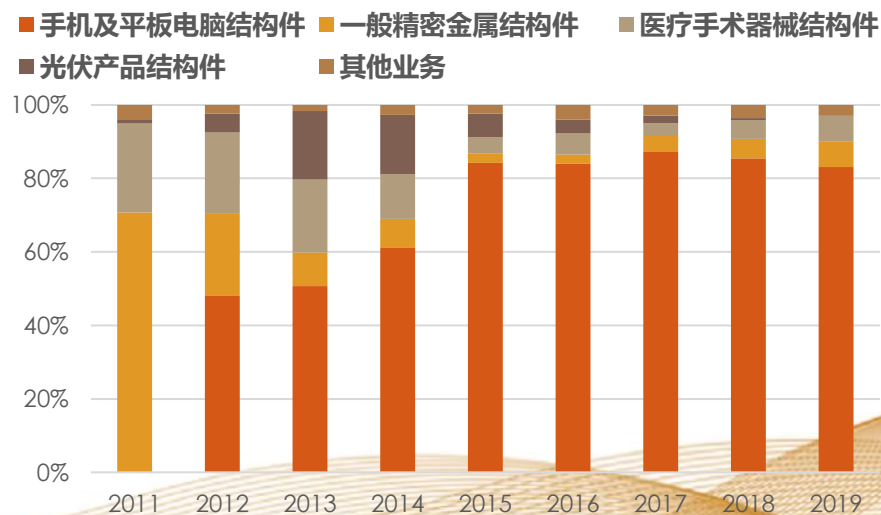
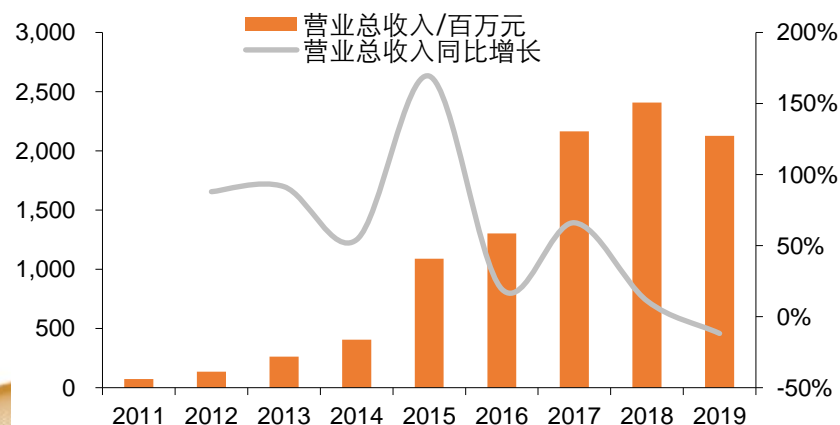


图9：2013-2017年，公司收入规模实现快速成长



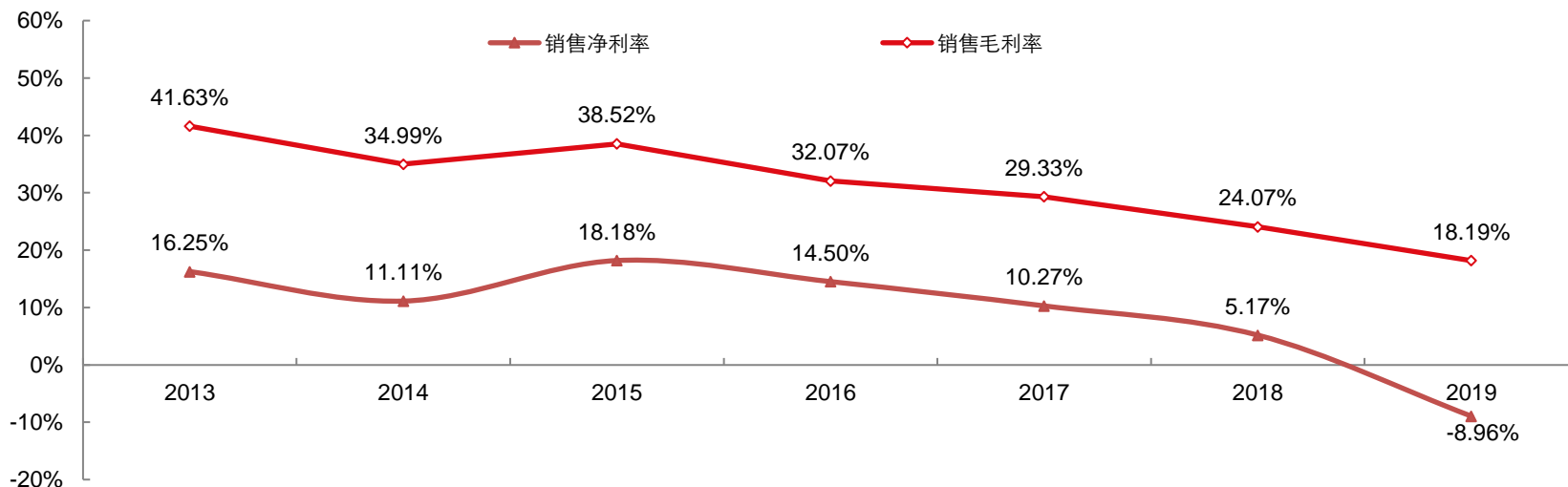
目录

- 1.公司质地优秀——医疗行业起家，伴随苹果壮大
- 2.近两年业绩下滑原因——“内”“外”交困
- 3.当前拐点确认——收入拐点，产能利用率及利润率拐点，管理拐点
- 4.行业大逻辑支撑，公司补齐工艺，迎接行业新机遇
- 5.盈利预测及风险提示

2 过去几年收入增速回落，盈利能力承压，“事出有因”

- ▶ 近年消费电子行业增速放缓，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。2015年公司利润率高点，毛利率38.5%，净利润率18%；2019年公司毛利率、净利率分别为18.19%和-8.96%，呈持续下滑态势。2019年受苹果部分机型销量不佳影响，营收下滑，且公司计提存货减值等影响，全年亏损近2亿元。

图10：科森科技2013-2019年以来盈利能力整体呈下滑态势



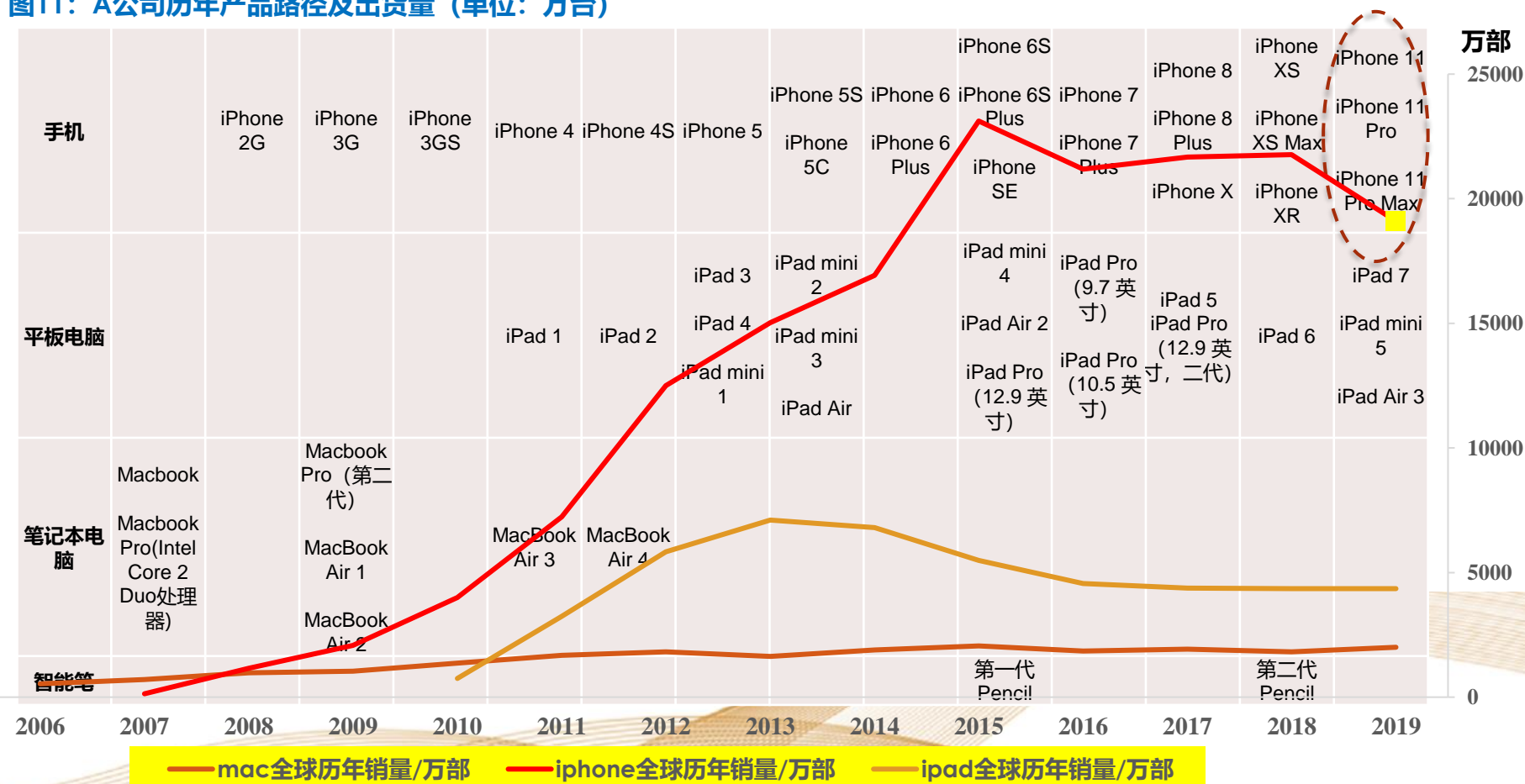
资料来源：wind，华西证券研究所

2.1 外因：4G尾声时代，3C行业景气度下滑，A客户销量不及预期

(1) 一方面，公司在A体系内涉足品类不断增加，深度绑定；A过去几年手机销量同比增速下滑

- 2011年科森与捷普合作，通过认证，进入平板电脑按钮类金属件供应体系，2012年开始批量出货；
- 2013年公司获得A公司供应商code，获得合格供应商认证资质：12-13年通过与捷普合作进入A平板电脑金属精密部件小件（音量键、开机键等）供应链。
- 14年前后进入手机供应链，15年前后拓展笔记本电脑品类，16-17年开始进入手机大件金属外壳、中框供应体系。
- 15年之后，A公司手机机型变化不大，销量不及预期，其中公司19年承接机型因销量较差，影响公司业绩。

图11：A公司历年产品路径及出货量（单位：万台）



2.1 外因：4G尾声时代，3C行业景气度下滑，A客户销量不及预期

(1) 一方面，公司在A体系内涉足品类不断增加，深度绑定；A过去几年销量同比增速下滑。

图12：A公司手机历年全球出货量（万部）

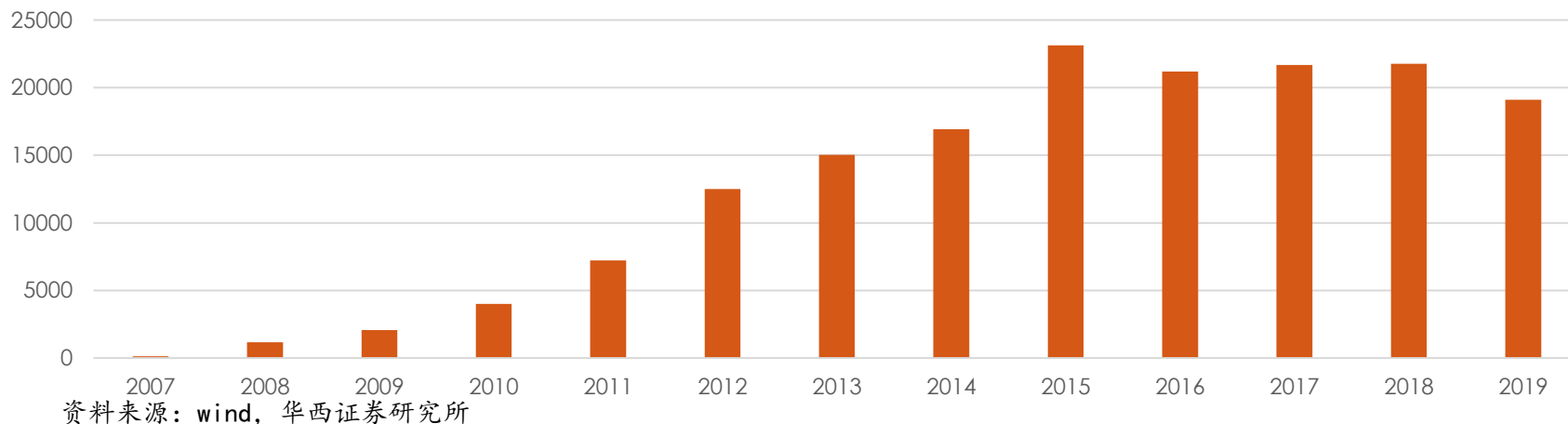


图13：A公司笔记本电脑历年全球出货量（万部）

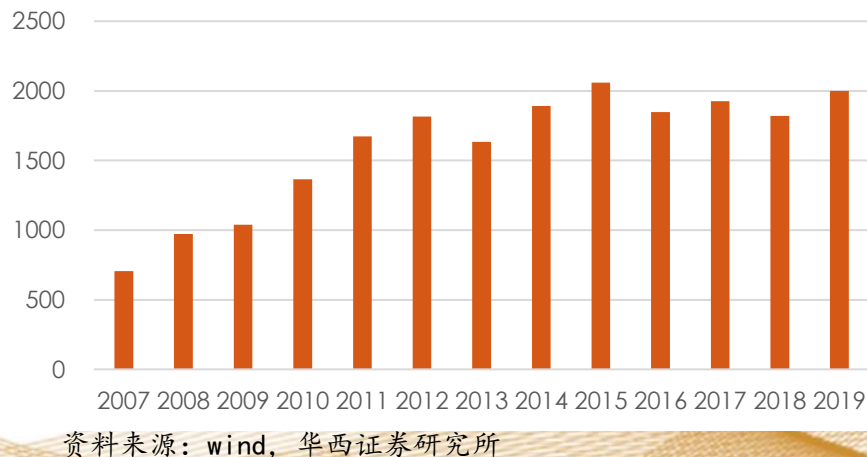
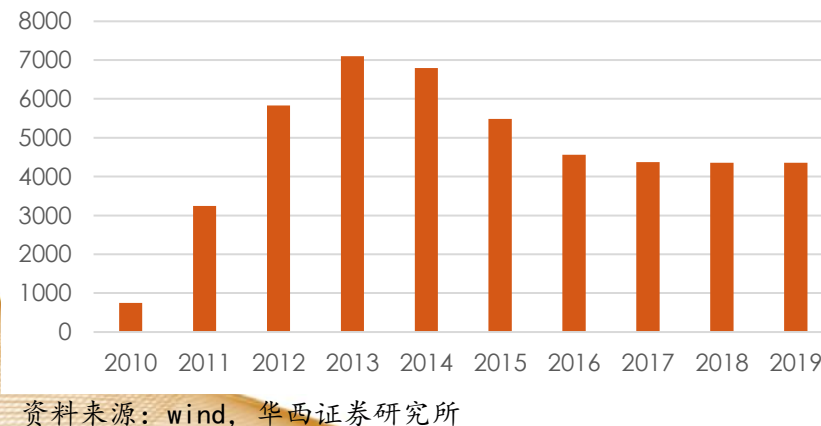


图14：A公司平板电脑历年全球出货量（万部）

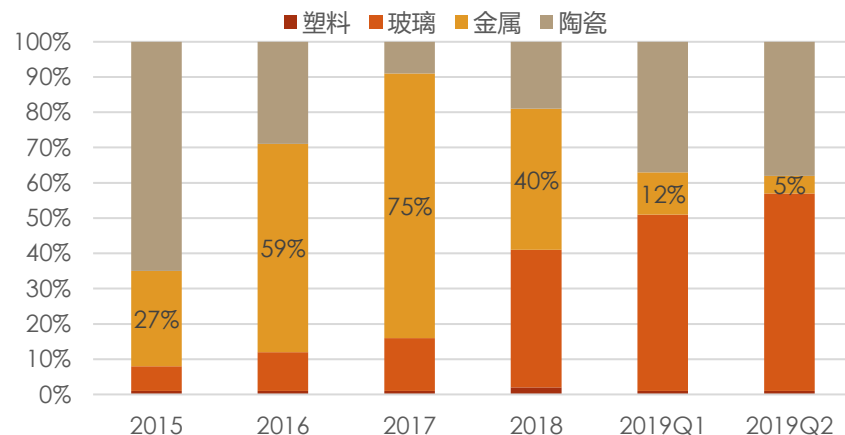


2.1 外因：4G尾声时代，3C行业景气度下滑，A客户销量不及预期

(2) 另一方面，工艺上，手机“去金属化”，外壳从金属材质向玻璃转型，且12-15年行业内金属加工企业CNC产能密集落地，竞争加剧。需求减少叠加供给增加，行业格局恶化。

- **12年苹果点燃金属机壳浪潮**：2012年苹果开始在手机上应用金属后壳，并于13年推出金属一体机身，大量手机品牌厂商开始追随，纷纷转型金属材质。金属背板占比提升。
- **供给端，14-15年产业链CNC产能密集落地，竞争加剧**：金属机壳主要使用CNC数控机床加工，14年产业链CNC产能紧张，上游结构件供应商纷纷加速CNC产能布局，随产能不断落地，行业竞争加剧。
- **而需求端，2018年玻璃方案兴起，金属一体机身市场快速萎缩**。CNC产能纷纷转向金属中框加工。金属背板占比迅速下降。
- ✓ 金属中框的价值量大于金属一体机身，但加工难度更大。**科森经过研发布局，从金属小件拓展到金属背板，并于17年进入苹果不锈钢中框供应链，开拓初期设备、研发投入较大，未来增量可期。**

图15：历年智能手机背板材料市场份额：背板去金属化



资料来源：艾邦高分子，华西证券研究所

表1：2017年各家企业CNC产能布局

公司	CNC数量/台	公司	CNC数量/台	公司	CNC数量/台
富士康	> 110000	比亚迪电子	> 30000+10000外协	可成+可胜	> 34000
捷普绿点	> 14000	钱大五金制品厂	> 12000	通达集团	> 12000
铠胜 (和硕)	> 11000	米亚 (联丰集团)	> 11000	长盈精密	> 6000+4000外协
恒信	> 9000	劲胜	> 7000	瑞声科技	> 7000
科森科技	> 6000	兴科集团	> 6000	大富科技	> 2000+外协3500
领胜	> 5000	商丘金振源	> 5000	锐鼎制工	> 3500
正和仲泰	> 3300	华茂	> 3000	赫比	> 3000
耕德电子	> 2500	宜安科技	> 2000	威博精密	> 2100
三合通发	> 2000	捷荣科技	> 2000	天驰集团	> 1972
旺鑫精密	> 500+800外协	格林精密	> 1000	富诚达	> 1000
晋益科技	> 1000	领丰	> 1000	珠海光宝	> 800

资料来源：艾邦高分子，wind，华西证券研究所

2.1 外因：4G尾声时代，3C行业景气度下滑，A客户销量不及预期

表2：苹果历年发布机型及外壳、中框材料

发布时间	机型	外壳材料	屏幕尺寸	屏幕材质
2007年1月9日	iPhone 2G	铝金属+塑胶	3.5英寸	
2008年6月10日	iPhone 3G	钛合金边框+PC塑胶外壳	3.5英寸	
2009年6月9日	iPhone 3GS	钛合金边框+PC塑胶外壳	3.5英寸	
2010年6月8日	iPhone 4	CNC不锈钢边框+2D玻璃后盖	3.5英寸	
2011年10月4日	iPhone 4S	CNC不锈钢边框+3D玻璃后盖	3.5英寸	
2012年9月13日	iPhone 5	陶瓷玻璃/着色玻璃+铝合金后盖	4英寸	IPS材质
2013年9月10日	iPhone 5S	全镁铝合金边框+铝合金后盖	4英寸	IPS材质
(第7代)	iPhone 5C	中框后盖一体化PC塑胶外壳	4英寸	
2014年9月10日	iPhone 6	铝合金中框+铝合金后盖	4.7英寸	IPS材质
(第8代)	iPhone 6 Plus	铝合金中框+铝合金后盖	5.5英寸	IPS材质
2015年9月10日	iPhone 6S	铝合金中框+7000系列铝合金后盖	4.7英寸	IPS材质
(第9代)	iPhone SE	铝合金中框+铝合金后盖	4英寸	IPS材质
	iPhone 6S Plus	铝合金中框+铝合金后盖	5.5英寸	IPS材质
2016年9月8日	iPhone 7	铝合金后盖	4.7英寸	IPS材质
(第10代)	iPhone 7 Plus	铝合金后盖	5.5英寸	IPS材质
2017年9月13日	iPhone 8	不锈钢中框+铝合金后盖	4.7英寸	LCD屏幕 (IPS技术)
(第11代)	iPhone 8 Plus	不锈钢中框+铝合金后盖	5.5英寸	LCD屏幕 (IPS技术)
	iPhone X	不锈钢中框+2.5D玻璃后盖	5.8英寸	OLED
2018年9月13日	iPhone XS	不锈钢中框+玻璃后盖	5.8英寸	OLED
(第12代)	iPhone XS Max	不锈钢中框+玻璃后盖	6.5英寸	OLED
	iPhone XR	阳极氧化铝边框+玻璃后盖	6.1英寸	LCD屏幕 (IPS技术)
2019年9月11日	iPhone 11	铝合金边框+前后玻璃面板 (双离子交换工艺)	6.1英寸	LCD屏幕 (IPS技术)
(第13代)	iPhone 11 Pro	铝合金边框+前后玻璃面板 (双离子交换工艺)	5.8英寸	OLED
	iPhone 11 Pro Max	铝合金边框+前后玻璃面板 (双离子交换工艺)	6.5英寸	OLED

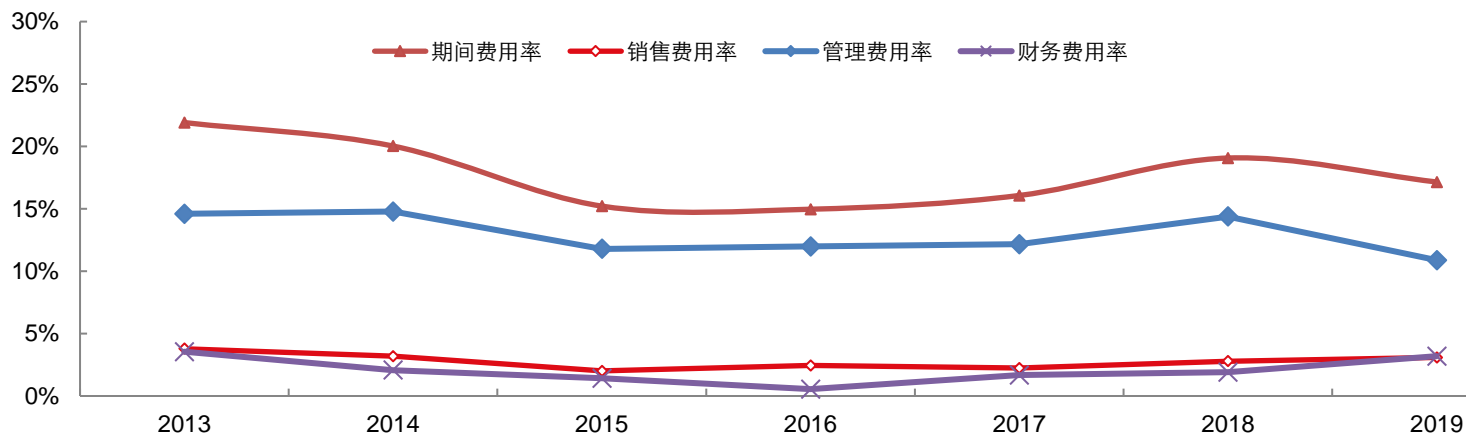
2.2 内因：下游布局加速，过去几年资本开支加大，折旧计提影响公司利润

- 17年上市后，为响应客户需求、布局下游行业并丰富工艺类型，公司加大产能布局，固定资产开支加大，折旧计提费用影响公司利润率水平，管理费用率水平维持高位。
- 同时由于公司产能提升速度大于收入提升速度，产能利用率下滑，规模效应减弱，拖累盈利能力。

表3：科森历年固定资产情况及历年累计折旧

单位：百万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
固定资产期末余额	39.59	114.46	122.00	228.99	453.42	594.46	1186.79	1899.96	2187.36
累计折旧	10.75	16.39	15.32	30.02	63.21	113.35	202.32	496.47	693.76
当期折旧计提		5.64	-1.07	14.70	33.19	50.14	88.97	294.15	197.29

图16：科森科技历年管理费用较高，折旧计提拖累业绩



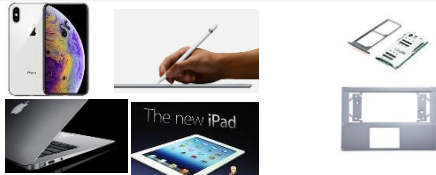
资料来源：wind，华西证券研究所

目录

- 1.公司质地优秀——医疗行业起家，伴随苹果壮大
- 2.近两年业绩下滑原因——“内”“外”交困
- 3.当前拐点确认——收入拐点，产能利用率及利润率拐点，管理拐点
- 4.行业大逻辑支撑，公司补齐工艺，迎接行业新机遇
- 5.盈利预测及风险提示

3 科森当前拐点确认——收入拐点，产能利用率及利润率拐点，管理拐点

3C精密件



- 为手机、智能笔、笔记本电脑、平板电脑等提供不锈钢/铝合金中框、外壳、按键、卡托等金属精密件。

电子烟精密件



- 进入加热不燃烧电子烟龙头，供应金属支架；20年多款高端版本高价值量电子烟上市，该部分业务有望充分受益。

医疗器械精密件



- 客户优质，美敦力、强生等，医疗器件技术门槛高，验证公司实力

其他



- 光伏领域核心客户Solar City
- 精密金属加工技术具备通用性，随产能释放下游空间有望持续打开

资料来源：公司官网，西证券研究所

✓ **拐点明确，公司进入正反馈：**手机、笔电等多品类发力，收入大年确定性强；产能利用率V形反转拉动利润率修复；新管理团队及股权激励落地对业务开拓及经营管理形成正反馈。

收入拐点!

- **手机精密金属结构件龙头标的：**A公司核心供应商，充分受益3C大年+5G换机催化，布局手机不锈钢/铝中框，智能笔、笔记本电脑及平板电脑金属件；同时不断突破非A客户，业绩弹性大。
- **金属精密件加工技术延展性强：**电子烟、医疗器械、光伏、汽车零部件行业拓展顺利，空间打开!

利润率拐点!

- 19年归母净利润亏损1.85亿，业绩触底。19年包袱出尽，20年利润率拐点确定性强!
- **大额存货计提：**公司2019年一次性计提存货减值5038万，存货出清。
- 20年利润率回升确定性强：19年资本开支投入大，孵化项目将在20年上量，受益20年业绩增厚，规模效应摊销单位成本，利润率有望回升!

管理、战略拐点!

- **股权激励彰显信心：**2月20日授予完成近1000万股股权激励，解锁要求20-22年净利润相对18年增速不低于60%、140%、220%，或净利润不低于2/3/4亿元。
- **新任管理层到位：**公司19年底强化管理层，新到位总裁来自苹果核心供应商赫比国际，公司费用率管控有望加强，市场开拓有望加速!

3.1 收入、利润率拐点——手机、笔电齐发力，线上办公拉动笔电、平板电脑需求

(1) 收入拐点：目前市场对科森认知仍主要定位为苹果手机金属件供应为主，但随笔电、电子烟及其他电子产品品类拓展，对大客户依赖有望下降。非手机业务持续发力，开花结果，公司全年看收入拐点明确。

✓ **5G换机，苹果手机端机型增加，新机落地：**目前看20Q1 iPhone SE正式发布，首周末预售优于市场预期，大多数市场发货时间需5-10天或以上，和硕与鸿海排产爬坡。此外，据日经新闻报道，苹果通知其供应商，计划在截至2021年3月的12个月内生产约2.13亿部手机，较上年同期增长4%；同时，新款2H20 6.1与5.4寸手机仍有机会在9月进入量产。

✓ **公司19年进入笔电业务，非A客户突破，疫情拉动笔电、平板电脑需求：**受益疫情期线上办公、线上教育、宅经济等需求，笔电、平板电脑销量回升。目前已有新闻报道受网课影响用户对平板电脑需求增大，苹果为最新机型追加20%订单，非A客户笔电市场反馈良好。

✓ 电子烟下游客户新产品结构升级，单机价值量有望提升；医疗器械部分公司与全球龙头客户合作多年，维持稳定增长。

(2) 产能利用率、利润率拐点：随公司收入体量增加，未来几年公司产能利用率有望大幅提升，迎来V形反转，拉动公司利润率水平修复。

表4：不同材料精密金属件性能及加工工艺

	铝合金	不锈钢	钢铝复合压铸	钛合金
成本	★	★★★	★★	★★★★
重量	★	★★★★	★★	★★★
强度（硬度）	★	★★★	★★★	★★★★
耐疲劳度	★	★★★	★★	★★★★
环保性	★	★★	★	★★★★
阳极氧化（成熟度）	★★★★	不能	★★	不能
电镀（成熟度）	★	★★★★	★★★	★★
加工难度	★	★★★	★★	★★★★
良率	★★★★ (80%)	★ (30-40%)	★★★ (70%)	★ (30-40%)
外观效果	★	★★★	★★	★★★
工艺成熟度	★★★★	★★	★★★	★
加工方式	多样化加工	锻压+CNC 纯CNC	压铸+CNC	锻压+CNC 纯CNC

注：★数量越多，代表其表示的性能属性越高，比如★数越高，耐疲劳度越高。

资料来源：百度文库，华西证券研究所

精密金属加工涉及材料、工艺较多，科森工艺布局逐渐完善，支撑公司多点发力：

- 公司掌握了精密模具、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、注塑等一整套完备的精密金属制造服务和配套技术方法，具有丰富的产品线，可以满足众多行业对精密金属制造“一站式”服务的要求。
- 精密金属加工技术通用性支撑公司不断拓展新品类。

3.1 收入拐点——手机、笔电齐发力，疫情下线上办公拉动笔电，平板电脑需求

收入拐点——(1) A公司业务：2020年A公司推5G手机，确定性大年，公司充分受益

✓ 智能手机方面，近年苹果手机外观变化不大，出货量表现不佳。

✓ **预计2020年将是“苹果大年”：预计苹果将推出多款5G手机，外观也会有一定变化。**同时2019年被认为是中国5G商用元年，我们认为随着5G基站大量建设及通信运营商5G套餐的不断丰富，**2020年开始有望迎来换机高峰，从而带动3C金属精密加工件需求回暖。**

表5：历年苹果手机型号及出货量，近几年由于缺乏创新，出货量几无增长

年份	苹果手机产品	苹果手机出货量 (万部)
2007年	iPhone	139
2008年	iPhone 3G	1163
2009年	iPhone 3GS	2073
2010年	iPhone 4	3999
2011年	iPhone 4S	7229
2012年	iPhone 5	12505
2013年	iPhone 5S和iPhone 5C	15026
2014年	iPhone 6和iPhone 6 Plus	16922
2015年	iPhone 6S和iPhone 6S Plus	23122
2016年	iPhone 7、iPhone 7 Plus和iPhone SE	21188
2017年	iPhone 8、iPhone 8 Plus和iPhone X	21676
2018年	iPhone XS、iPhone XS Max和iPhone XR	20880
2019年	iPhone 11、iPhone 11 Pro、iPhone 11 Pro Max	19100

资料来源：Wind，华西证券研究所



3.1 收入拐点——手机、笔电齐发力，疫情下线上办公拉动笔电，平板电脑需求

收入拐点—— (2) 笔记本电脑业务：公司19年进入国内大客户笔电业务外壳供应体系，

表6：历年华为笔记本销售情况，增长速度极快

时间	款式	销售情况
2016	MateBook	当年预计销售20万台，实际销售70万台
2017	MateBook X、MateBook D、MateBook E	
2018	MateBook X Pro、MateBook 13、MateBook D 2018	PC发货同比增长330%
2019	MateBook X Pro 2019、MateBook 14、MateBook E 2019、MateBook D14/D15	PC发货同比增长200%
2020	MateBook X Pro 2020、MateBook 13 2020、MateBook 14 2020	PC发货同比增长100% (预计)

- ✓ 根据公司19年年报，公司进入国产笔记本供应体系，新研发的笔记本电脑外壳业务于 2019 Q4 顺利进入量产，锤炼公司在精密金属结构外观大件方面的技术实力，产品从原材料进料至交付组装厂组装，在压铸、冲压、CNC、表面处理、铝皮塑骨等工艺环节，均由公司独立开发完成。
- ✓ 2020年由于新冠疫情的影响，线上办公、线上教育需求激增。带动笔记本电脑的需求上升。
- ✓ 国内笔记本电脑最近几年加速发展。以华为为例，2016年华为进入PC市场以来销售量呈爆发式增长，市场占比逐渐扩大。

资料来源：华为公司2018、2019年报，华西证券研究所



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

3.1 收入拐点——手机、笔电齐发力，疫情下线上办公拉动笔电，平板电脑需求

收入拐点——(3) 电子烟业务：收购元诚电子，产能爬坡；下游客户（以菲莫国际IQOS为例）2020年有望推新款电子烟产品

- 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年下半年电子烟产品顺利量产。
- 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17：电子烟上市以后广受消费者喜爱，连年保持较高增速



资料来源：公开图片，华西证券研究所

图18：以IQOS为例，加热不燃烧电子烟广受欢迎

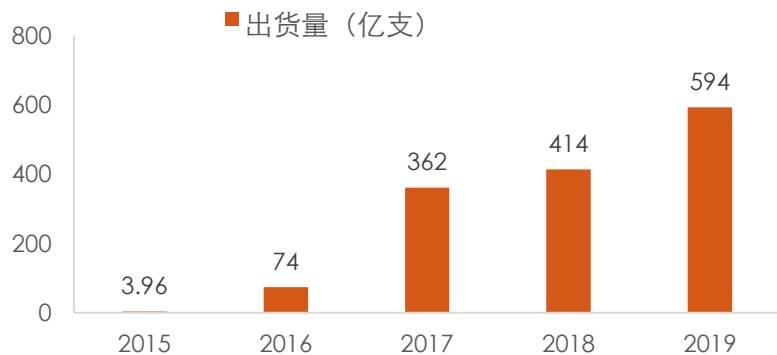


资料来源：公开图片，华西证券研究所

3.1 收入拐点——手机、笔电齐发力，疫情下线上办公拉动笔电，平板电脑需求

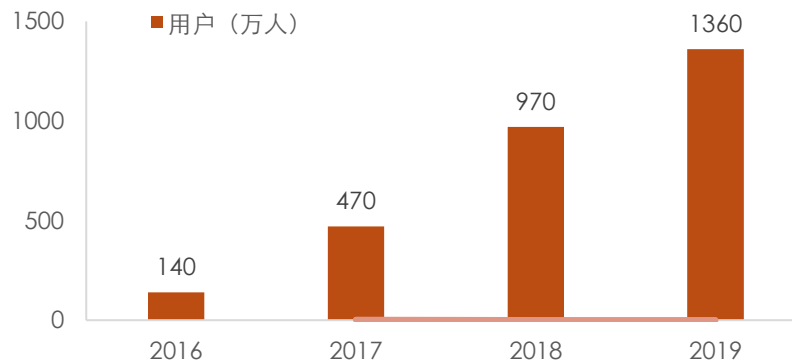
收入拐点—— (3) 电子烟业务：收购元诚电子，产能爬坡；随下游客户新款型不断开发，预计未来ASP有望提升

图19：IQOS为例，近年来电子烟出货量逐年上升



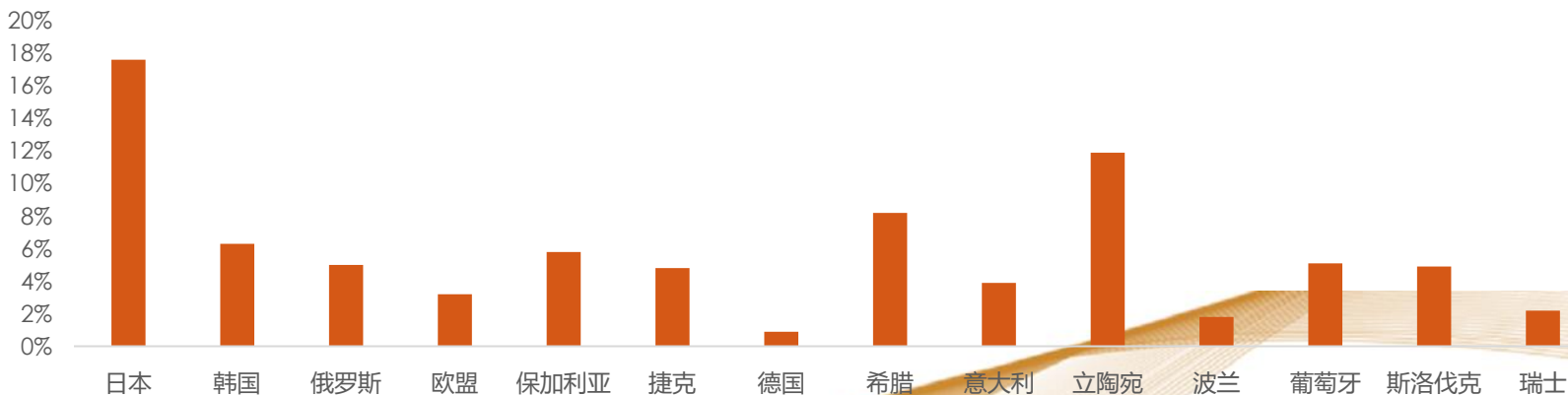
资料来源：菲莫国际年报，华西证券研究所

图20：IQOS为例，电子烟历年用户数上升明显



资料来源：菲莫国际年报，华西证券研究所

图21：IQOS全球各市场市占率情况



资料来源：菲莫国际年报，华西证券研究所

备注：日本、韩国、俄罗斯、欧盟市占率数据为菲莫国际19年年报数据；其他各国市占率为18年年报数据。

3.2 新管理、股权激励落地拉动管理运营拐点

- 公司一直采用职业经理人管理，2019年底，新总裁到位，TAN CHAI HAU来自金属件和塑胶件国际公司赫比国际，曾任赫比国际业务发展部高级副总裁，赫比年收入100亿元+体量，为苹果、亚马逊、谷歌等国际公司核心供应商。
- 19年底，公司对新到位高管及核心管理层进行股权激励，授予人数42人，授予价格5.38元，合计授予939万股，授予日为2020年2月20日，根据解锁要求，公司2020-2022年收入分别达30/40/50亿，净利润分别达2/3/4亿，彰显公司信心。

表7：科森科技股权激励解锁条件

解除限售期	解除限售期间	解除限制比例	业绩考核目标（收入、利润满足两者之一）
第一个解除限售期	自首次授予日起 12 -24 个月内	40%	2020年收入大于30亿或净利润大于2亿
第二个解除限售期	自首次授予日起 24 -36 个月内	30%	2021年收入大于40亿或净利润大于3亿
第三个解除限售期	自首次授予日起 36 -48 个月内	30%	2022年收入大于50亿或净利润大于4亿

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表8：科森科技股权激励名单

序号	姓名	职位	获授的限制性股票数量（股）	获授限制性股票占授予总量的比例	获授限制性股票占当前总股本比例	授予成本/万元
1	TAN CHAI HAU	总经理	2600000	27.68%	0.61%	1398.8
2	周卫东	副总经理	800000	8.52%	0.19%	430.4
3	徐宁	董事会秘书	148500	1.58%	0.04%	79.893
中层管理人员（含子公司，共39人）			5843500	62.22%	1.38%	3143.803
合计			9392000	100.00%	2.22%	5052.896

资料来源：公司公告，华西证券研究所

目录

- 1.公司质地优秀——医疗行业起家，伴随苹果壮大
- 2.近两年业绩下滑原因——“内”“外”交困
- 3.当前拐点确认——收入拐点，产能利用率及利润率拐点，管理拐点
- 4.行业大逻辑支撑，公司补齐工艺，迎接行业新机遇
- 5.盈利预测及风险提示

4.1 行业大逻辑支撑：5G大年，3C产业链重塑，公司迎发展机遇

长期行业大逻辑支撑，公司迎发展机遇：

- ✓ **产业链大年：A客户5G元年**，同时5G拉动市场新机型百花齐放。
- ✓ **3C产业链降本增效进口替代是趋势**：随A客户新款低价版机型落地，未来A向中低端机型下沉成大概率事件，成本优势驱动零部件进口替代，金属加工产能有望继续向大陆转移。
- ✓ **笔电产业链这两年在进行重塑：华为为例，国产笔电竞争力增强**。国内龙头公司全球化战略布局版图逐步落地，未来国产产业链有望迎来重塑升级。转折带来机遇，科森有望抓住变革新浪潮，成长为精密金属加工件龙头。
- ✓ **金属件加工领域在进行产业集中度提升**：经过14-15年行业密集上产能，目前产业仍存在金属精密加工产能结构性过剩现象，未来拿单能力差、工艺布局不全企业，将逐步丧失竞争力，产业集中度有望提升。科森工艺逐渐补齐，有望受益。

表9：过去几年，苹果为代表的3C龙头扶持起一批组装代工企业；未来随产业格局重塑，金属加工领域有望跑出优质标的

2018年营收排名	名称	总部	客户	营业收入 (亿元)	毛利率
1	鸿海 (富士康)	台湾	苹果、诺基亚、索尼、松下、三星等	11620.75	6.30%
2	和硕联合	台湾	苹果、华硕等	2941.52	3.00%
3	伟创力	新加坡	华为、苹果等	1684.64	6.50%
4	捷普	美国	苹果、诺基亚、Philips、C等	1440.28	7.70%
5	纬创资通	台湾	Acer、苹果、华硕、Dell等	1952.68	4.20%
6	新美亚	美国	AT&T、Ciena、Dell、HP等	465.10	6.50%
7	天弘	加拿大	Agilent、HP、IBM等	439.11	6.50%
8	新金宝	台湾	HP、华硕、索尼、三星等	291.59	6.40%
9	环旭电子	中国上海	苹果、高通等	335.50	10.90%
10	万特	新加坡	Aglient、HP、IBM等	170.87	11.80%

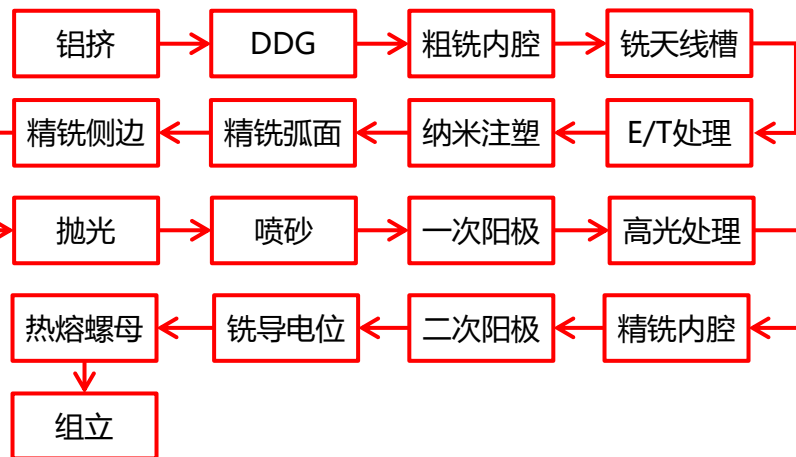
资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.2 技术实力强，保障公司抓住行业机遇，充分受益

公司质地：科森逐步补齐加工工艺，技术实力为我们判断未来公司能够在订单方面开花结果的前提。

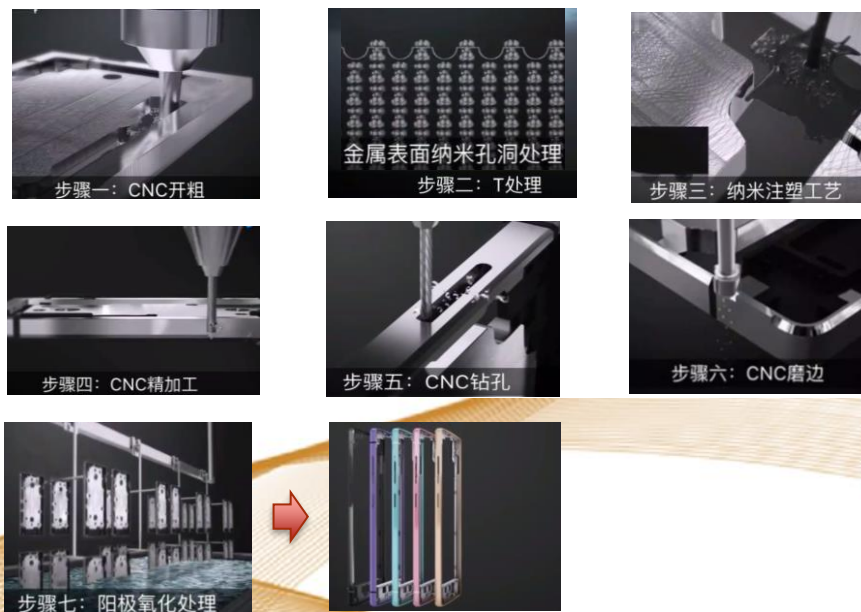
- 铝合金一直以来担当着手机中框材质的主角，但随着3D玻璃与陶瓷盖板的崛起，对中框强度等各方面的要求越来越高，不锈钢、钢铝复合材料、钛合金等高强度金属逐渐兴起。
- 金属件加工一般涉及冲压、压铸落料，T处理，纳米注塑，CNC精加工，CNC钻孔、磨边，阳极氧化处理（铝合金）、PVD镀膜（不锈钢）等工艺，**因为涉及材料、加工工艺较多，目前，针对不锈钢、钛合金的中框加工，鲜有企业可以做全制程加工，均以分时分段合作为主。科森近年来不断补齐工艺，制程工艺完整度逐渐增加。**

图22：铝合金金属结构件加工工序



资料来源：艾邦高分子，华西证券研究所

图23：铝合金金属中框加工关键工艺示意图



资料来源：艾邦高分子，华西证券研究所

目录

- 1.公司质地优秀——医疗行业起家，伴随苹果壮大
- 2.近两年业绩下滑原因——“内”“外”交困
- 3.当前拐点确认——收入拐点，产能利用率及利润率拐点，管理拐点
- 4.行业大逻辑支撑
- 5.盈利预测及风险提示

5.1 盈利预测：预测公司未来三年保持高增长，空间仍大

盈利预测：维持前次预测不变，预计公司2020-2022年收入分别为31.52、43.64、56.22亿元，对应归母净利润2.03、3.01、4.02亿元。维持给予公司2020年40倍PE估值，维持公司目标价17.2元，维持买入评级。

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,127	3,152	4,364	5,622
YoY (%)	-11.7%	48.2%	38.5%	28.8%
营业成本	1,740	2,366	3,294	4,246
营业税金及附加	18	19	26	34
销售费用	66	76	105	124
管理费用	231	236	305	382
财务费用	68	0	0	0
资产减值损失	-50	0	0	0
投资收益	-4	3	5	6
营业利润	-217	222	333	448
营业外收支	14	10	10	10
利润总额	-203	231	342	458
所得税	-13	22	32	43
净利润	-191	210	310	414
归属于母公司净利润	-185	203	301	402
YoY (%)	-248.3%	209.9%	48.0%	33.6%
每股收益	-0.39	0.43	0.64	0.85

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	-191	210	310	414
折旧和摊销	241	245	217	231
营运资金变动	159	-327	-10	-225
经营活动现金流	344	116	502	405
资本开支	-380	-1,155	-1,001	-943
投资	-173	0	0	0
投资活动现金流	-553	-1,152	-996	-937
股权募资	0	49	0	0
债务募资	1,178	871	493	532
筹资活动现金流	-314	920	493	532
现金净流量	-517	-116	0	0

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-11.7%	48.2%	38.5%	28.8%
净利润增长率	-248.3%	209.9%	48.0%	33.6%
盈利能力 (%)				
毛利率	18.2%	24.9%	24.5%	24.5%
净利率	-9.0%	6.6%	7.1%	7.4%

5.2 风险提示：行业系统性风险为主

- 1) 下游需求波动风险
- 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
- 4) 贸易战等影响行业产业链全球化布局风险

分析师与研究助理简介

刘菁：八年实业工作经验，其中两年年研发，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。2019年东方财富年度百强（全市场第18名）分析师。

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，工学硕士，能源动力方向；专注于高端制造研究，重点覆盖光伏设备、锂电设备、激光、油服板块。

李思扬：美国东北大学金融学硕士，2019年加入华西证券，CFA三级已通过。

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>

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。