

## 短期业绩波动不改长期成长趋势

### 核心观点

**事件：**公司发布 22 年一季报。

- **一季度业绩受制于外部因素，环比改善成效显著：**公司 22Q1 营收 2.7 亿元，同比略降 5%，归母净利润 2418 万元，同比下滑 20%、环比增长 75%。一季度毛利率 25.6%，同比环比均有所改善，同比提升 2.4 个百分点，环比提升 2.6 个百分点。国际关系紧张、物料成本压力及下游智能手机需求阶段性承压等外部因素使公司业绩有所波动，但公司始终坚持以技术创新为核心，持续增加新技术、新产品、新工艺的开发力度，不断巩固热管理方案的综合竞争力，随着外部环境的逐步改善，我们继续看好公司未来的持续成长前景！
- **消费电子热管理方案保持领先：**公司作为全球各大智能手机客户热管理核心供应商，导热石墨加工工艺领先地位稳固，材料厚度提升、复合型及多层高导热膜的广泛采用，将带来导热石墨单机价值显著提升，同时领先布局综合散热解决方案，未来伴随主要客户散热方案升级、国内外泛消费电子领域持续拓展客户及产品应用领域，有望保持稳步成长。
- **新领域带来广阔成长前景：**公司不断加大新能源、电动汽车等领域相关产品及技术布局，已有多个项目与汽车客户合作，并有望加速开拓订单；目前公司的产品主要以现有导热材料为主，从市场推广和市场容量看，现有导热材料仍有很大增长空间，未来几年，公司会在现有导热材料基础上叠加热综合解决方案导入新领域市场，有望成为新一轮成长驱动力。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 0.68、0.97、1.39 元（原 22-23 年预测分别为 1.16 和 1.38 元，主要下调营收及毛利率，小幅上调费用率预测），根据可比公司 22 年 23 倍 PE 估值水平，对应目标价为 15.64 元，维持买入评级。

### 风险提示

- 智能手机销量不达预期；产品价格波动的风险；5G 建设进度不达预期；毛利率波动风险；疫情影响经营活动风险。

### 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,149	1,248	1,583	2,089	2,706
同比增长(%)	48.1%	8.6%	26.9%	32.0%	29.5%
营业利润(百万元)	218	146	216	307	438
同比增长(%)	52.7%	-33.1%	47.8%	42.3%	42.6%
归属母公司净利润(百万元)	188	132	192	274	390
同比增长(%)	53.1%	-30.0%	46.0%	42.3%	42.6%
每股收益(元)	0.67	0.47	0.68	0.97	1.39
毛利率(%)	33.5%	26.1%	28.2%	29.5%	30.8%
净利率(%)	16.4%	10.6%	12.1%	13.1%	14.4%
净资产收益率(%)	15.2%	7.9%	11.4%	15.3%	20.2%
市盈率	17.1	24.4	16.7	11.7	8.2
市净率	1.9	1.9	1.9	1.7	1.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2022年05月06日）	11.42 元
目标价格	15.64 元
52 周最高价/最低价	27.55/10.25 元
总股本/流通 A 股（万股）	28,085/17,652
A 股市值（百万元）	3,207
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2022 年 05 月 08 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	0.7	-26.2	-33.23	-38.62
相对表现	5.86	-16.79	-14.63	-8.47
沪深 300	-5.16	-9.41	-18.6	-30.15



### 证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
马天翼	021-63325888*6115 matianyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518090001
唐权喜	021-63325888*6086 tangquanxi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070005

### 联系人

李庭旭	litingxu@orientsec.com.cn
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn

### 相关报告

一季度业绩高增长，5G 时代前景可期	2021-05-08
一季度恢复高增长，开启 5G 新周期	2020-05-09

## 盈利预测与投资建议

我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 0.68、0.97、1.39 元（原 22-23 年预测分别为 1.16 和 1.38 元，主要下调营收及毛利率，小幅上调费用率预测），根据可比公司 22 年 23 倍 PE 估值水平，对应目标价为 15.64 元，维持买入评级。

图 1：核心假设及盈利预测变动分析表

	调整前		调整后		
	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
<b>导热材料收入（百万元）</b>	1,554	1,843	1,426	1,884	2,450
变动幅度			-8.2%	2.3%	
<b>毛利率</b>	31.5%	31.2%	26.6%	27.9%	29.3%
变动幅度			-5.0%	-3.3%	
<b>EMI 屏蔽材料收入（百万元）</b>	160	221	108	151	196
变动幅度			-32.6%	-31.7%	
<b>整体收入（百万元）</b>	1,760	2,112	1,583	2,089	2,706
变动幅度			-10.1%	-1.1%	
<b>综合毛利率</b>	33.0%	32.8%	28.2%	29.5%	30.8%
变动幅度			-4.8%	-3.3%	
<b>销售费用率</b>	2.10%	2.00%	2.40%	2.30%	2.20%
变动幅度			0.3%	0.3%	
<b>管理费用率</b>	4.44%	4.33%	6.29%	6.09%	5.89%
变动幅度			1.9%	1.8%	
<b>研发费用率</b>	5.00%	5.00%	6.24%	6.04%	5.84%
变动幅度			1.2%	1.0%	

数据来源：东方证券研究所

图 2：主要财务数据变动分析表

	调整前		调整后		
	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入(百万元)</b>	1,760	2,112	1,583	2,089	2,706
变动幅度			-10.1%	-1.1%	
<b>营业利润(百万元)</b>	380	454	216	307	438
变动幅度			-43.2%	-32.3%	
<b>归母净利润(百万元)</b>	326	389	192	274	390
变动幅度			-41.0%	-29.7%	
<b>每股收益(元)</b>	1.16	1.38	0.68	0.97	1.39
变动幅度			-40.9%	-29.6%	
<b>毛利率</b>	33.0%	32.8%	28.2%	29.5%	30.8%
变动幅度			-4.8%	-3.3%	
<b>净利率</b>	18.5%	18.4%	12.1%	13.1%	14.4%
变动幅度			-6.4%	-5.3%	

数据来源：东方证券研究所

图 3：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2022/5/6	每股收益(元)			市盈率		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
沃特股份	002886	14.75	0.28	0.65	1.13	52.87	22.62	13.03
深南电路	002916	93.53	2.89	3.58	4.41	32.40	26.15	21.22
光迅科技	002281	15.23	0.81	0.95	1.10	18.78	16.07	13.88
赛伍技术	603212	20.62	0.42	0.84	1.10	48.99	24.69	18.69
斯迪克	300806	35.90	1.11	1.65	2.34	32.48	21.70	15.34
	最大值					52.87	26.15	21.22
	最小值					18.78	16.07	13.03
	平均数					37.10	22.24	16.43
	调整后平均					37.96	23.00	15.97

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

## 风险提示

智能手机销量不达预期；产品价格波动的风险；5G 建设进度不达预期；毛利率波动风险；疫情影响经营活动风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	652	668	792	1,045	1,082	营业收入	1,149	1,248	1,583	2,089	2,706
应收票据、账款及款项融资	366	358	405	534	692	营业成本	764	921	1,137	1,472	1,873
预付账款	3	2	3	4	5	营业税金及附加	9	8	10	13	17
存货	117	152	171	221	281	营业费用	26	35	38	48	60
其他	431	182	177	178	179	管理费用及研发费用	131	163	199	254	318
<b>流动资产合计</b>	<b>1,569</b>	<b>1,362</b>	<b>1,547</b>	<b>1,982</b>	<b>2,240</b>	财务费用	7	2	(3)	6	11
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	4	(0)	1	4	4
固定资产	326	369	470	511	514	公允价值变动收益	4	1	0	0	0
在建工程	9	84	42	21	10	投资净收益	6	16	10	10	10
无形资产	42	82	79	76	72	其他	2	10	5	5	5
其他	39	67	59	50	48	<b>营业利润</b>	<b>218</b>	<b>146</b>	<b>216</b>	<b>307</b>	<b>438</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>415</b>	<b>602</b>	<b>650</b>	<b>657</b>	<b>644</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,985</b>	<b>1,963</b>	<b>2,197</b>	<b>2,639</b>	<b>2,883</b>	营业外支出	1	1	0	0	0
短期借款	0	0	90	321	284	<b>利润总额</b>	<b>218</b>	<b>146</b>	<b>216</b>	<b>307</b>	<b>438</b>
应付票据及应付账款	224	242	307	398	506	所得税	32	15	24	34	48
其他	53	49	51	53	55	<b>净利润</b>	<b>186</b>	<b>131</b>	<b>192</b>	<b>274</b>	<b>390</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>277</b>	<b>291</b>	<b>449</b>	<b>771</b>	<b>844</b>	少数股东损益	(2)	(1)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>188</b>	<b>132</b>	<b>192</b>	<b>274</b>	<b>390</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.67	0.47	0.68	0.97	1.39
其他	0	8	8	8	8						
<b>非流动负债合计</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>277</b>	<b>299</b>	<b>457</b>	<b>779</b>	<b>852</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	16	14	14	14	14	<b>成长能力</b>					
实收资本 (或股本)	281	281	281	281	281	营业收入	48.1%	8.6%	26.9%	32.0%	29.5%
资本公积	890	898	898	898	898	营业利润	52.7%	-33.1%	47.8%	42.3%	42.6%
留存收益	521	476	547	667	838	归属于母公司净利润	53.1%	-30.0%	46.0%	42.3%	42.6%
其他	(0)	(4)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,708</b>	<b>1,664</b>	<b>1,740</b>	<b>1,860</b>	<b>2,031</b>	毛利率	33.5%	26.1%	28.2%	29.5%	30.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,985</b>	<b>1,963</b>	<b>2,197</b>	<b>2,639</b>	<b>2,883</b>	净利率	16.4%	10.6%	12.1%	13.1%	14.4%
						ROE	15.2%	7.9%	11.4%	15.3%	20.2%
						ROIC	15.1%	7.9%	10.8%	13.9%	17.7%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	14.0%	15.2%	20.8%	29.5%	29.6%
净利润	186	131	192	274	390	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	33	47	52	62	64	流动比率	5.66	4.68	3.45	2.57	2.65
财务费用	7	2	(3)	6	11	速动比率	5.24	4.16	3.06	2.28	2.32
投资损失	(6)	(16)	(10)	(10)	(10)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(75)	(34)	4	(93)	(115)	应收账款周转率	3.8	3.5	4.2	4.4	4.4
其它	10	28	6	4	4	存货周转率	8.0	6.8	7.0	7.4	7.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>155</b>	<b>158</b>	<b>241</b>	<b>242</b>	<b>344</b>	总资产周转率	0.8	0.6	0.8	0.9	1.0
资本支出	(93)	(200)	(100)	(70)	(50)	<b>每股指标 (元)</b>					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.67	0.47	0.68	0.97	1.39
其他	(403)	243	10	10	10	每股经营现金流	0.55	0.56	0.86	0.86	1.23
<b>投资活动现金流</b>	<b>(496)</b>	<b>43</b>	<b>(90)</b>	<b>(60)</b>	<b>(40)</b>	每股净资产	6.02	5.88	6.15	6.57	7.18
债权融资	0	7	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	829	8	0	0	0	市盈率	17.1	24.4	16.7	11.7	8.2
其他	(158)	(199)	(28)	71	(267)	市净率	1.9	1.9	1.9	1.7	1.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>671</b>	<b>(184)</b>	<b>(28)</b>	<b>71</b>	<b>(267)</b>	EV/EBITDA	8.2	10.9	8.0	5.7	4.2
汇率变动影响	(8)	(9)	-0	-0	-0	EV/EBIT	9.5	14.4	10.0	6.8	4.7
<b>现金净增加额</b>	<b>321</b>	<b>8</b>	<b>123</b>	<b>253</b>	<b>38</b>						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)