

一季度小幅承压，受益数字基建散热需求升级

核心观点

- **全年业绩符合预期，23Q1短期承压。**公司22年取得营收16亿元，同比增长28%，归母净利润1.9亿元，同比增长47%。营收增长得益于北美大客户新机型单机散热材料需求较以往增长明显，在数字基建等其他行业销售收入也保持稳定增长态势。公司供应了更多高价、高附加值产品，模切类产品占比提升带动22年毛利率提升2pct至28.2%。22年公司无锡、东莞两地扩产，大幅度提高石墨产品交付能力，进一步强化全球交付能力和供应稳定性，巩固了公司人工合成石墨全球龙头地位。23Q1业绩受到下游需求及大客户拉货影响，营收同比增长15%至3.1亿元，归母净利润下滑13%至0.2亿元。
- **定位综合解决方案商，产品矩阵及应用领域双维成长可期。**除主要石墨产品外，公司具备电磁屏蔽材料、热界面材料、散热模组、胶粘剂等多种产品能力，系国内少数具备整体可靠性解决方案能力的厂商。一方面，公司有望在大客户中丰富产品品类，例如公司作为重要客户导热界面材料优选战略研发伙伴，持续与客户共同定义下一代产品路线图。另一方面，公司在智能交通、数字基建、新能源等高成长赛道也有望以现有导热材料叠加热综合解决方案切入，大幅提升产品附加值以及单机价值量。整体来看，我国相关高端电子功能性材料主要仍由欧美、日本及台系厂商主导，国产化率低，公司有望受益国产替代趋势，长期成长动能充沛。
- **受益数字基建行业散热需求升级。**公司在数字基建领域具有深厚积累，历史上以导热界面材料和电磁屏蔽材料为核心的热管理和电磁屏蔽解决方案，成为通信基站、光模块、服务器等相关硬件制造商的长期供应商。AI技术带来算力大幅提升的同时，对芯片、单板及系统的散热带来巨大挑战，由此对公司基于石墨材料、导热界面材料、两相流产品的热管理“可靠性综合解决方案”带来爆发式的需求。当前在通信、数据中心/服务器领域，公司均有热界面材料、热模组等一系列产品批量供货，具有技术、产品覆盖度、客户等多重卡位优势，有望深度受益行业趋势带来业绩增量。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司23-25年每股收益分别为0.93/1.20/1.59元(原23-24年预测为0.97/1.39元，主要下调屏蔽材料收入及毛利率预测)，根据可比公司23年33倍PE估值水平，对应目标价30.69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。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,248	1,592	2,008	2,537	3,189
同比增长(%)	8.6%	27.6%	26.1%	26.3%	25.7%
营业利润(百万元)	146	217	293	380	502
同比增长(%)	-33.1%	48.3%	35.2%	29.5%	32.1%
归属母公司净利润(百万元)	132	193	261	338	446
同比增长(%)	-30.0%	46.9%	34.9%	29.5%	32.1%
每股收益(元)	0.47	0.69	0.93	1.20	1.59
毛利率(%)	26.1%	28.2%	28.6%	29.1%	29.2%
净利率(%)	10.6%	12.1%	13.0%	13.3%	14.0%
净资产收益率(%)	7.9%	11.5%	14.0%	15.7%	17.5%
市盈率	56.3	38.3	28.4	21.9	16.6
市净率	4.5	4.3	3.7	3.2	2.7

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。

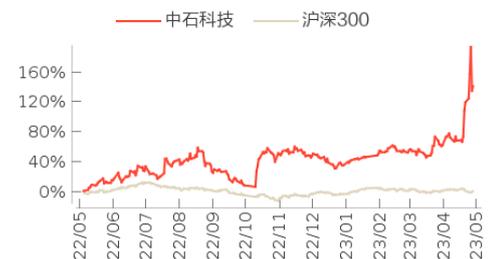
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入 (维持)

股价(2023年04月28日)	26.4元
目标价格	30.69元
52周最高价/最低价	32.85/10.63元
总股本/流通A股(万股)	28,085/18,196
A股市值(百万元)	7,415
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2023年04月29日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	9.86	47.82	65.02	150.44
相对表现	9.95	47.08	68.67	147.69
沪深300	-0.09	0.74	-3.65	2.75



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuajian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
李庭旭	litingxu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522090002

联系人

韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn
杨宇轩	yangyuxuan@orientsec.com.cn
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn
张释文	zhangshiwen@orientsec.com.cn

相关报告

全年业绩符合预期，23年成长动能充沛	2023-01-17
Q3业绩超预期，长期产品矩阵及应用领域双维成长可期	2022-10-11
短期业绩波动不改长期成长趋势	2022-05-08

图 1：公司热管理解决方案主要产品及市场地位

产品名称	细分产品	特点及行业地位	应用场景
高导热石墨产品	人工合成石墨、天然石墨、石墨烯高导热膜、单体厚石墨导热膜、多层复合石墨导热膜等	人工合成高导热石墨膜全球龙头，品类齐全，技术领先	手机、平板电脑、充电模组、VR/AR、智能家居设备、汽车电子、新能源逆变器、新型显示装置、高功率电力电子等
导热界面材料 TIM	导热填隙垫片、导热凝胶、导热硅脂、相变材料、储热材料、高回弹石墨材料、界面石墨产品等	在导热界面材料领域，深耕行业 15 年，是全球通信行业、消费类电子主流导热界面材料供应商	通信基站、手机、平板电脑、智能家居设备、汽车电子（三电系统）、电装设备等
热管	标准热管、薄型热管、超薄热管、大功率薄型热管 HPS 等	用于热远点传播，特点是高效导热、灵活应用，用于大功率芯片及散热空间小的产品	笔记本、服务器、游戏机、VR/AR、通信设备等
均热板	标准均热板、薄型均热板、超薄均热板等	用于热面传播，特点是超薄（最薄可达 0.25mm）、低热阻、高效散热、多向散热	手机、平板、新能源等
热模组	风冷散热模组-服务器散热模组、笔电散热模组、清洁能源散热模组、其他定制化散热模组等；液冷散热模组-管式液冷板、埋管式液冷板、一体式液冷板等	风冷散热模组-散热功率高；液冷散热模组-防水防尘设计、比风冷更节能、热流密度好、可靠性好、可以进行灵活的流体通道设计，适应更高散热功率场景	服务器/数据中心、笔记本、PC、一体式电脑、游戏机、投影仪、医疗、电子、电力等

数据来源：公司公告、东方证券研究所

盈利预测与投资建议

我们预测公司 23-25 年每股收益分别为 0.93/1.20/1.59 元(原 23-24 年预测为 0.97/1.39 元，主要下调屏蔽材料收入及毛利率预测)，根据可比公司 23 年 33 倍 PE 估值水平，对应目标价 30.69 元，维持买入评级。

图 2：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2023/4/28	每股收益(元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
沃特股份	002886	17.02	0.28	0.06	0.65	1.39	61.00	264.29	26.34	12.24
飞荣达	300602	19.05	0.06	0.19	0.51	0.86	321.79	100.58	37.66	22.04
德邦科技	688035	59.75	0.53	0.86	1.58	2.25	112.00	69.09	37.76	26.56
斯迪克	300806	23.17	0.65	0.52	1.06	1.57	35.76	44.68	21.93	14.74
莱尔科技	688683	21.70	0.44	0.31	0.60	1.47	49.68	70.57	36.19	14.76
	最大值						321.79	264.29	37.76	26.56
	最小值						35.76	44.68	21.93	12.24
	平均数						116.05	109.84	31.97	18.07
	调整后平均						74.23	80.08	33.40	17.18

数据来源：Wind、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。

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。

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	668	369	803	1,015	1,276	营业收入	1,248	1,592	2,008	2,537	3,189
应收票据、账款及款项融资	358	411	513	648	814	营业成本	921	1,143	1,434	1,799	2,258
预付账款	2	1	4	5	6	营业税金及附加	8	9	11	14	17
存货	152	191	215	270	339	营业费用	35	38	47	58	72
其他	182	590	583	584	585	管理费用及研发费用	163	191	231	282	341
流动资产合计	1,362	1,563	2,118	2,522	3,021	财务费用	2	(2)	13	20	14
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	(0)	9	(4)	0	0
固定资产	369	610	660	668	651	公允价值变动收益	1	3	0	0	0
在建工程	84	2	1	0	0	投资净收益	16	5	10	10	10
无形资产	82	76	73	70	67	其他	10	5	7	5	5
其他	67	40	27	20	20	营业利润	146	217	293	380	502
非流动资产合计	602	728	761	759	739	营业外收入	0	1	0	0	0
资产总计	1,963	2,291	2,880	3,281	3,759	营业外支出	1	1	0	0	0
短期借款	0	103	445	409	317	利润总额	146	217	293	380	502
应付票据及应付账款	242	375	387	486	610	所得税	15	25	32	42	55
其他	49	73	46	47	47	净利润	131	192	261	338	446
流动负债合计	291	551	878	942	974	少数股东损益	(1)	(1)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	132	193	261	338	446
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.47	0.69	0.93	1.20	1.59
其他	8	3	3	3	3						
非流动负债合计	8	3	3	3	3	主要财务比率					
负债合计	299	554	882	945	977		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	14	9	9	9	9	成长能力					
实收资本 (或股本)	281	281	281	281	281	营业收入	8.6%	27.6%	26.1%	26.3%	25.7%
资本公积	898	898	898	898	898	营业利润	-33.1%	48.3%	35.2%	29.5%	32.1%
留存收益	476	548	809	1,147	1,594	归属于母公司净利润	-30.0%	46.9%	34.9%	29.5%	32.1%
其他	(4)	(0)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,664	1,737	1,998	2,336	2,782	毛利率	26.1%	28.2%	28.6%	29.1%	29.2%
负债和股东权益总计	1,963	2,291	2,880	3,281	3,759	净利率	10.6%	12.1%	13.0%	13.3%	14.0%
						ROE	7.9%	11.5%	14.0%	15.7%	17.5%
						ROIC	7.9%	10.8%	12.7%	13.7%	15.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	15.2%	24.2%	30.6%	28.8%	26.0%
净利润	131	192	261	338	446	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	47	53	71	72	70	流动比率	4.68	2.84	2.41	2.68	3.10
财务费用	2	(2)	13	20	14	速动比率	4.16	2.49	2.17	2.39	2.75
投资损失	(16)	(5)	(10)	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	(26)	67	(136)	(93)	(114)	应收账款周转率	3.6	4.3	4.5	4.5	4.5
其它	20	44	(4)	0	0	存货周转率	6.8	6.6	7.1	7.4	7.4
经营活动现金流	158	349	194	327	407	总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
资本支出	(200)	(195)	(100)	(70)	(50)	每股指标 (元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.47	0.69	0.93	1.20	1.59
其他	243	(330)	11	10	10	每股经营现金流	0.56	1.24	0.69	1.16	1.45
投资活动现金流	43	(525)	(89)	(60)	(40)	每股净资产	5.88	6.15	7.08	8.28	9.87
债权融资	7	(2)	0	0	0	估值比率					
股权融资	8	0	0	0	0	市盈率	56.3	38.3	28.4	21.9	16.6
其他	(199)	(116)	329	(56)	(106)	市净率	4.5	4.3	3.7	3.2	2.7
筹资活动现金流	(184)	(118)	329	(56)	(106)	EV/EBITDA	32.4	23.7	16.8	13.4	10.8
汇率变动影响	(9)	(13)	-0	-0	-0	EV/EBIT	42.7	29.6	20.7	15.9	12.3
现金净增加额	8	(307)	434	212	261						

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

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。