

# 统联精密（688210）

## 研发铸就高速成长，精密零部件新星升起

买入（首次）

2022年11月28日

证券分析师 马天翼

执业证书：S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

研究助理 金晶

执业证书：S0600122090062

jinj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	355	518	814	1,223
同比	5%	46%	57%	50%
归属母公司净利润（百万元）	47	98	144	236
同比	-31%	106%	47%	64%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.42	0.87	1.28	2.11
P/E（现价&最新股本摊薄）	57.25	27.75	18.88	11.49

关键词：#产能扩张 #新产品、新技术、新客户

### 投资要点

- 公司是国内 MIM 企业第一梯队，核心竞争力是持续成长的保障。公司深耕 MIM 领域，产品主要应用于平板电脑、笔记本电脑、智能穿戴设备等消费类电子领域，同时业务逐步向其他制造工艺如精密注塑、激光加工、CNC 等加工工艺进行拓展，22H1 公司整体营收/归母净利润同比增速 41%/91%，公司核心管理团队技术实力过硬，研发创造价值的理念深耕大客户各类产品线，“正”字文化凸显企业坚定踏实价值观。
- MIM 基本盘大有可为，消费电子、汽车、医疗器械多领域前景广阔。根据机构数据预测，预计 2026 年全球 MIM 市场空间将达到 52.6 亿美元，2021-2026 年 CAGR 为 8.5%，中国 2026 年 MIM 市场规模将达到 141.4 亿元。消费电子领域欧盟要求从 2024 年底开始，所有便携式电子设备充电接口均采用 Type C 接口，预计苹果将有更多的产品线转用 Type C 接口，其中 iPhone 有望成为最主要的 MIM 增量点，智能可穿戴设备及折叠屏手机带来空间增量，汽车、医疗器械等多领域随着轻量化、复杂度提升，MIM 渗透率有望进一步提升。
- 公司 MIM 全流程竞争力优势显著，定位精密零部件不断拓展精密加工能力边界。MIM 制造工艺流程较长，公司从喂料、模具、自动化等全流程进行自主研发，以工艺创新实现技术解决方案的突破。围绕客户需求，公司通过不断向客户证明自身全方面技术方案解决能力，以工艺创新为契机，切入激光切割、CNC、精密注塑等精密加工业务，打造全工艺产品组合，完成多元化协同，不断做深做透大客户。考虑公司在 MIM 及其他精密件工艺的技术优势及多维度拓展方向（老客户新产品、新客户老产品、新客户新产品），公司业绩有望保持快速成长势头。
- 盈利预测与投资评级：我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 0.9、1.4、2.3 亿元，可比公司长盈精密、精研科技、福立旺、东睦股份（国内领先的精密结构件厂商）、立讯精密（果链重点企业）22-24 PE 为 64/18/13 倍，公司当前市值对应 PE 分别为 28/19/12 倍，公司未来三年营收、净利润有望保持 50% 以上增速，我们给予公司 23 年 30 倍 PE，对应目标市值 43 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：大客户订单不及预期；核心喂料环节外购依赖度高；新建产能投产不及预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	24.25
一年最低/最高价	19.18/52.80
市净率(倍)	2.30
流通 A 股市值(百万元)	579.34
总市值(百万元)	2,716.00

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.53
资产负债率(% ,LF)	27.23
总股本(百万股)	112.00
流通 A 股(百万股)	23.89

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 公司核心竞争力是持续拓展的保障</b> .....	<b>5</b>
1.1. 雄厚技术背景助力迅猛发展，“正”字文化凝聚公司力量 .....	7
1.2. 研发创造价值的企业价值观，深耕大客户战略 .....	9
1.3. 营收结构持续优化，迎来新的业绩爆发 .....	11
<b>2. MIM 基本盘仍大有可为</b> .....	<b>12</b>
2.1. 消费电子需求旺盛，MIM 有望乘 Type C、折叠屏东风 .....	14
2.1.1. 大客户产品 MIM 件渗透率逐步提升，Type C 贡献增长新动力 .....	15
2.1.2. 智能穿戴设备为 MIM 产品创造可观增量 .....	17
2.1.3. 折叠屏手机有望重启换机需求，MIM 转轴铰链需求快速增长 .....	18
2.2. 汽车、医疗器械行业前景广阔，公司已有重点产品储备 .....	19
<b>3. 公司精密件全流程工艺优势显著，凭研发实力抢占增量市场</b> .....	<b>22</b>
3.1. 工艺优化经验丰富，掌握核心技术 .....	22
3.2. 定位精密零部件，不断拓展精密制造能力 .....	24
<b>4. 盈利预测及投资建议</b> .....	<b>25</b>
4.1. 盈利预测 .....	25
4.2. 投资建议 .....	26
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

图 1:	2021H1 公司营收结构占比.....	6
图 2:	MIM 行业产业链.....	6
图 3:	公司发展沿革.....	7
图 4:	高管团队背景.....	8
图 5:	企业文化.....	9
图 6:	2020-2022H1 公司专利情况.....	10
图 7:	公司研发人员数持续增长.....	10
图 8:	2017-2022H1 公司研发费用 (百万).....	10
图 9:	可比公司研发费用占比比较.....	10
图 10:	客户集中度比较.....	11
图 11:	2017-2022H1 公司营收(百万)及增速.....	12
图 12:	2017-2022H1 公司营收结构 (百万).....	12
图 13:	可比公司毛利率比较.....	12
图 14:	公司三费情况 (百万).....	12
图 15:	MIM 技术优势.....	13
图 16:	2016-2026 年全球 MIM 行业市场规模.....	14
图 17:	2016-2026 年中国 MIM 行业市场规模.....	14
图 18:	2020 年中国 MIM 行业下游应用领域销售额占比情况.....	14
图 19:	MIM 产品在消费电子领域应用.....	15
图 20:	2018-2022E 全球智能手机及 iPhone 出货量 (亿台).....	15
图 21:	2017-2022E 年全球 iPad 出货量 (百万台).....	15
图 22:	2019-2022E MacBook 出货量 (百万台).....	16
图 23:	苹果 24 年底开始将全线转向 USB-C 接口.....	16
图 24:	公司用于 iPad 的 MIM 产品示例.....	17
图 25:	全球可穿戴设备出货量及增速.....	18
图 26:	全球 VR 头显出货量.....	18
图 27:	2019-2025E 中国折叠屏手机出货量.....	18
图 28:	航天级浮翼式铰链.....	19
图 29:	常见的三种折叠屏铰链.....	19
图 30:	2016-2021 国内汽车产量情况 (万辆).....	20
图 31:	汽车 MIM 件单车用量 (kg).....	20
图 32:	MIM 在汽车中的应用.....	20
图 33:	2015-2021 国内汽车零部件收入 (万亿元).....	20
图 34:	中国医疗器械 2019-2025E 市场规模 (亿元).....	21
图 35:	公司 MIM 工艺流程.....	23
图 36:	配方改良示意图.....	23
图 37:	3D 打印模具过程.....	23
图 38:	2020-2022H1 其他精密金属零部件营收 (百万).....	25
图 39:	2022H1 营收结构.....	25
表 1:	公司主要产品.....	5

表 2: 全球主要 MIM 企业 .....	6
表 3: 公司 2022 年股权激励计划首次授予部分 .....	8
表 4: 苹果系列产品接口演变情况 .....	16
表 5: 2022 年已发布折叠屏手机铰链情况汇总 .....	19
表 6: 公司汽车电子及医疗在研项目 .....	21
表 7: 公司核心技术自主研发情况 .....	22
表 8: 公司自动化相关核心技术 .....	24
表 9: 公司分业务预测 .....	26
表 10: 可比公司估值 (截至 2022 年 11 月 25 日) .....	27

## 1. 公司核心竞争力是持续拓展的保障

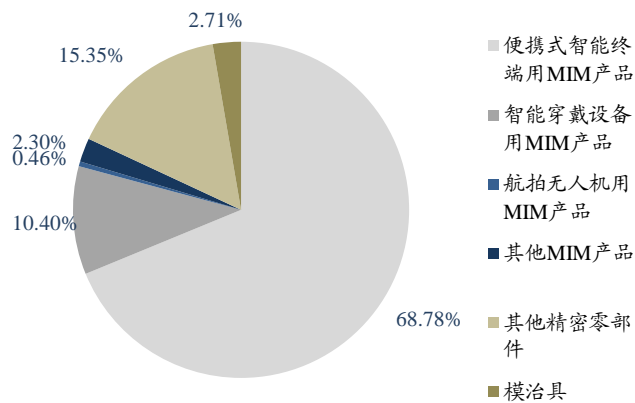
统联精密是一家专业的精密零部件产品的生产商和解决方案提供商，专注于为客户提供高精度、高密度、形状复杂、性能良好、外观精致的金属粉末注射成形(Metal Injection Molding, 简称“MIM”)精密金属零部件，产品应用于平板电脑、智能触控电容笔、智能穿戴设备、航拍无人机等消费类电子领域。为了满足客户的产品需求，公司在MIM业务稳定发展的基础上，以材料为延伸，不断进行工艺融合，业务逐步向其他制造工艺如激光加工、CNC、精密注塑等加工工艺进行拓展。

表1: 公司主要产品

所用工艺	产品分类	主要产品名称	部分产品示意图
MIM	便携式智能终端用 MIM 产品	音量支撑件	<b>转轴组件</b>   D004项目 YC.WJ.Z01828.01 • 模具结构复杂(滑块内斜顶), 产品精度要求高
		电源支撑件	
		摄像头支架	
		SIM 卡拨杆	
		支撑件	
	智能穿戴设备用 MIM 产品	套筒	<b>电池盖</b>   D057项目 YC.WJ.ZZ001694.02F • 超薄结构, 产品厚度0.3mm
		插头	
		手表表壳	
		手表按键	
		戒指内壳	
航拍无人机用 MIM 产品	耳机配件	<b>其他金属小件</b>   含配重块, 固定片, 支撑架等, 种类多样, 应用于各类消费电子产品	
	遥控器转轴		
	遥控器按键		
	遥控器电池盖		
	定位插销		
其他 MIM 产品	云台配件	-	
	手机夹持配件		
	电子烟外壳		
	USB 外壳		
	环形腔体		
非 MIM (CNC、精密注塑、激光加工)	其他精密金属及精密注塑零部件		

数据来源: 公司招股书、公司官网、东吴证券研究所

图1: 2021H1 公司营收结构占比



数据来源: 公司招股说明书、东吴证券研究所  
注: 2021H1 后公司不再披露明细产品营收

图2: MIM 行业产业链



数据来源: 公司招股说明书、东吴证券研究所

金属粉末注射成形 (MIM) 是一种将金属粉末与一定的粘结剂的增塑混合料注射于模型中的成形方法, 是将传统粉末冶金工艺与现代塑料注射成形技术相结合而形成的一种新型“近净成形”技术。目前, 公司收入规模在国内 MIM 企业中排名在前十, 已成为苹果、亚马逊、大疆、安克、影石等国际国内知名品牌的合格供应商, 并与富士康、捷普科技、吉宝通讯、铠胜集团、领益智造、立讯精密、歌尔股份等行业内知名企业建立了稳定的合作关系。

表2: 全球主要 MIM 企业

MIM 企业	制造工艺	布局领域	行业地位
Indo-MIM	MIM	主要汽车、医疗, 涉及消费电子、工业	世界最大 MIM 厂商
精研科技	MIM、CNC	消费电子为主, 涉及汽车、医疗、工业	亚洲第一家以全 MIM 产品上市企业, 国内规模第一
富驰高科	MIM、CIM	汽车为主, 正转向消费电子、医疗、工具	国内 MIM 第二大厂
昶联金属	MIM	3C 产业、汽车、医疗、眼镜、手表、首饰等	中南创发集团旗下全资子公司, 对内供应为主, 是华南最大和最早的 MIM 制造商
安费诺飞凤	MIM	折叠屏铰链	微软供应商
全亿大	MIM	3C 领域为主	2009 年加盟富士康, 拥有全国最大的德国连续烧结炉
海昌新材	MIM、PM	电动工具、汽车、家用电器、办公应用等	2020 年创业板上市, 电动工具零件领域领先
晟铭电子	MIM	汽车、消费电子、医疗等	2002 年切入 MIM 产业, 全球主要机构件 OEM/ODM 专业代工之一
统联精密	MIM、CNC、AM	消费电子为主, 布局汽车、医疗	MIM 行业新星, 国内规模前十。成立 5 年即完成科创板上市

数据来源: 华经产业研究、东吴证券研究所



### 1.1. 雄厚技术背景助力迅猛发展，“正”字文化凝聚公司力量

公司深耕精密制造领域，以工艺创新驱动发展，五年即完成科创板上市：2016年6月，公司成立。2016-2017年，公司通过工艺创新，以技术挑战型研发产品为契机，切入苹果及大疆供应链；2018年，公司MIM精密零部件业务拓展至智能穿戴领域，营收突破“亿元”大关，且通过持续的工艺、设备迭代，盈利能力不断提升；2019年凭借综合技术服务能力，成为亚马逊、安克创新的合格供应商，公司被评为国家高新技术企业；2020年，公司为了满足客户需求，拓展其他精密制造工艺业务，继续做深做透大客户；获得软银D轮融资；公司的“粉末注射成形工程技术研究中心”被认定为“广东省工程技术研究中心”；2021年于科创板成功上市；2022年入围国家级专精特新名单。

图3：公司发展沿革



数据来源：公司官网、招股书、年报、东吴证券研究所

高管团队行业技术背景雄厚，高效协作提升核心竞争力：董事长及高管曾任职于比亚迪、富士康等行业巨头，积累丰富技术经验。核心团队成员具有十五年以上的行业经验，共事十年以上的经验，凝聚力强、沟通成本低、执行力高。公司的主要客户群体为消费电子领域创新驱动型客户，对研发响应速度和效率提出高要求，公司快速决策，高

效协作，围绕客户、质量、技术等核心关注点，合理调配资源，迅速响应，提升客户满意度；公司研发团队融汇不同行业的研发经验，能够对 MIM 产品的研发及制程工艺提供更为全面、系统及不同视角的解决方案；团队大部分成员都有和国际大客户合作的经验，能顺畅和客户沟通，为客户快速提供有针对性的解决方案。

图4：高管团队背景

姓名	职务	出生年份	个人简历
杨虎	董事长 总经理	1974	毕业于西北工业大学软件工程专业。2006-2010年，任比亚迪海外事业部大客户经理；2011-2015年，任富智康企业管理咨询（深圳）有限公司高级咨询顾问、董事；2017-2017年任泛海统联有限总经理；2017至今任泛海统联有限董事长、总经理。
侯灿	董事会秘书 财务总监	1985	毕业于湖南大学材料成型及控制工程专业。2006-2012年，任比亚迪股份有限公司项目经理；2016-2020年，任泛海统联财务负责人；2020年至今，任泛海统联董事会秘书、财务总监。
郭新义	副总经理	1969	毕业于北京大学财务管理专业。1997-2003年，任富士康品质副理；2007-2009年，任比亚迪股份有限公司厂长、品质总监；2016-2017年，任泛海统联有限生产运营总监；2017年至今，任泛海统联副总经理。
侯春伟	项目总监	1982	毕业于大连理工大学机械设计制造及其自动化专业。2004-2012年，任比亚迪股份有限公司项目经理；2016年至今，任泛海统联项目总监。
陈宏亮	业务总监	1983	毕业于华中科技大学英语及通信工程。2005-2010年，任比亚迪高级项目经理；2016年-2020年，任泛海统联项目总监；2020年至今，任泛海统联业务总监、监事。

数据来源：iFind、东吴证券研究所

股权激励调动员工积极性，彰显公司业绩增长信心。公司 2022 年限制性股票激励计划拟向激励对象授予不超过 300 万股的限制性股票，其中激励对象包括公司公告本激励计划时在上市公司任职的董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术(业务)人员等，激励目标为以 21 年的营收或者净利润为基数，22-24 年营收或净利润增速为 40%/80%/120%，充分调动员工积极性，提高员工的公司忠诚度。

表3：公司 2022 年股权激励计划首次授予部分

授予股数	激励人数	激励目标
300 万股	58	以 21 年营收或净利润为基数，22-24 年营收或净利润增速为 40%/80%/120%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

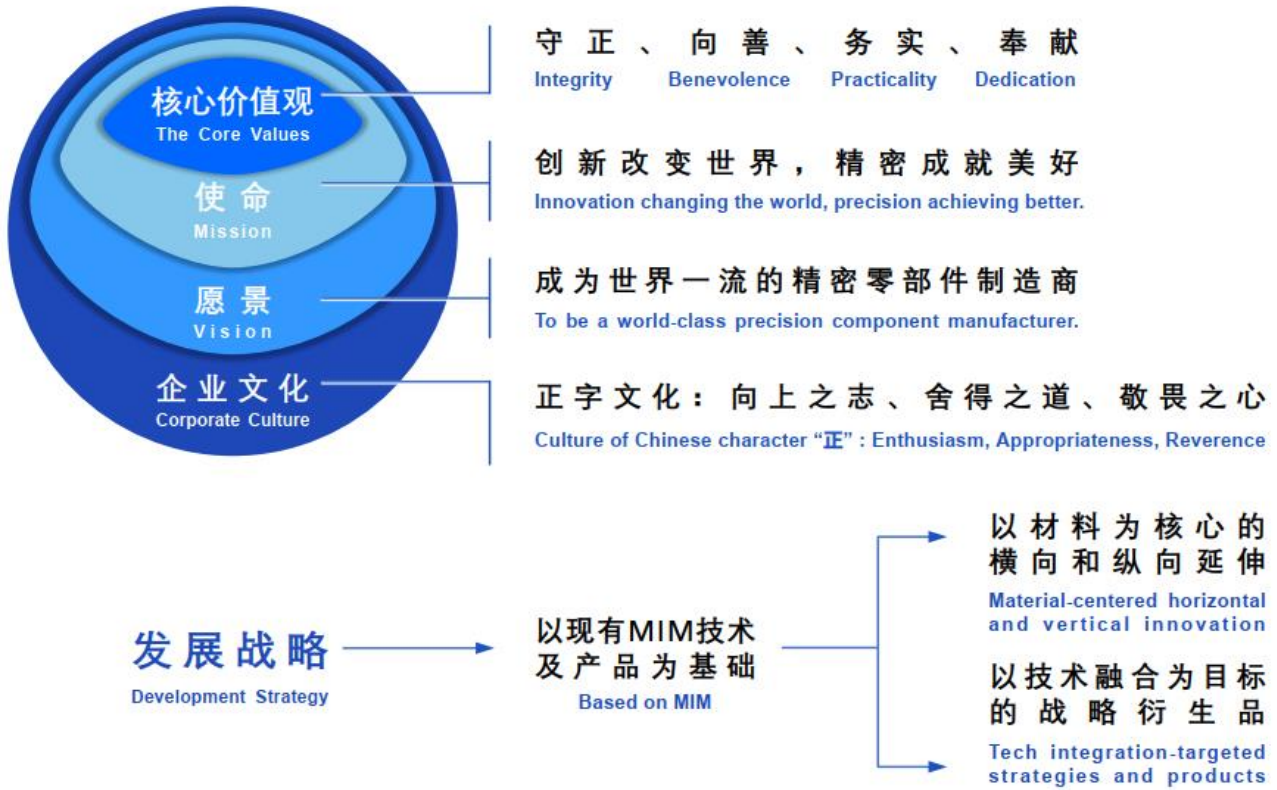
**守“正字”，争“一流”**：公司依托身研发实力和丰富的 MIM 生产制造经验，坚守以“向上之志、舍得之道、敬畏之心”为内涵的“正”字文化，秉承“守正、向善、务实、奉献”的核心价值观，以“成为世界一流精密部件制造商”为愿景，以“创新改变世界，精密成就美好”为使命，不断开拓进取，致力于使公司成为世界领先的 MIM 产



品制造商及多样化精密零部件综合解决方案提供商。

图5: 企业文化

UNION PRECISION

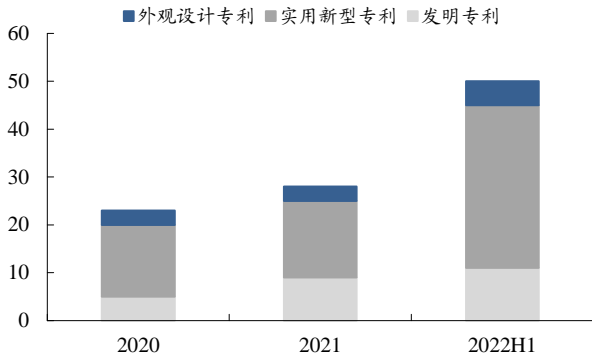


数据来源：公司官网、东吴证券研究所

## 1.2. 研发创造价值的企业价值观，深耕大客户战略

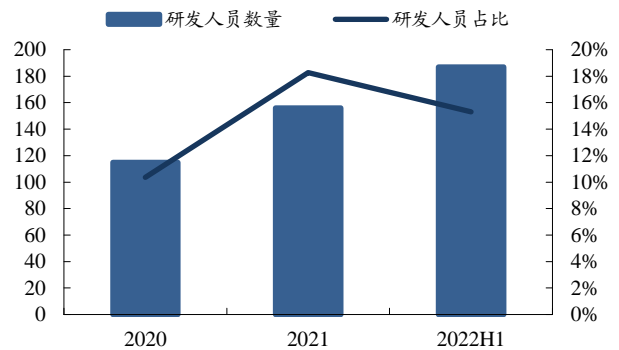
公司的研发中心实行“市场化、流动化、联合化、竞争化”的开放运行管理方式，并建立“技术领先、勇于创新 and 开拓进取”的创新体制及一整套完善的管理制度。公司研发团队融汇不同行业的研发经验，能够对 MIM 产品的研发及制程工艺提供更为全面、系统及不同视角的解决方案。据公司 2022 年半年报披露，公司累计申请专利数量 69 项，累计获得授权的专利为 50 项，其中包括 1 项国际专利，涉及外观产品、原材料、工艺创新、模具等。

图6: 2020-2022H1 公司专利情况



数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

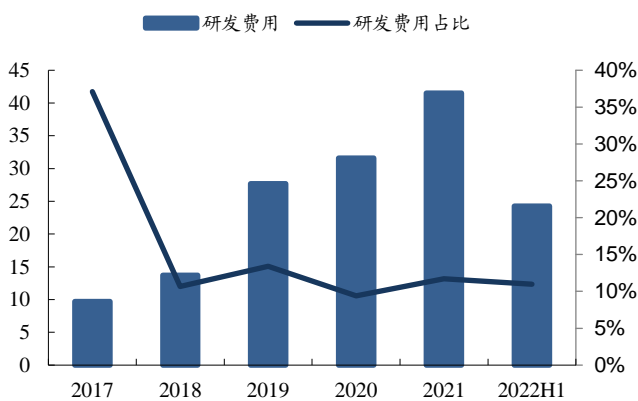
图7: 公司研发人员数持续增长



数据来源: 各企业年报、东吴证券研究所

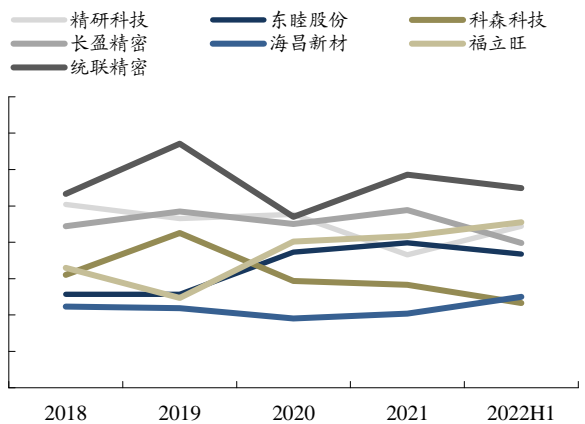
研发费用逐年上升, 稳超同业。2017-2021 年, 研发费用复合增长率高达 133.74%, 22H1 公司开始对大尺寸 MIM、转轴加工工艺、医疗器械方向其他精密金属加工工艺等增加研发投入, 为布局新业务做储备, 继续加大对钛合金材料应用、特殊性能结构件、复杂工艺及自动化及自动化升级改造的投入, 研发投入同期增长 27.46%。公司研发费用占比稳定维持在 10%左右, 优于同业水平。

图8: 2017-2022H1 公司研发费用 (百万)



数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

图9: 可比公司研发费用占比比较



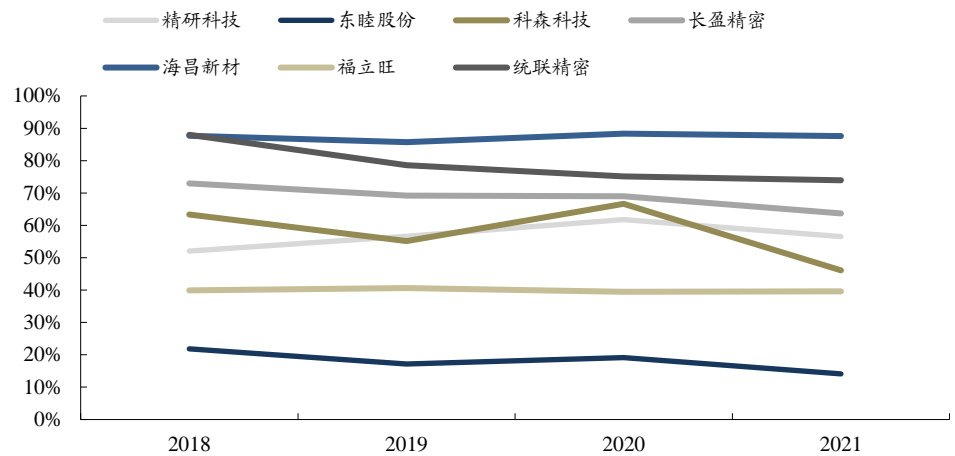
数据来源: 各企业年报、东吴证券研究所

公司成立伊始便确立了大客户服务战略, 重点服务大客户, 与客户形成良好、持续的合作关系, 一方面有利于保持公司收入的持续性与稳定性, 另一方面有利于公司了解行业前沿技术的最新发展趋势, 提高技术能力。

拓展优质资源, 深度绑定客户: 凭借较强的技术研发实力, 公司已成为苹果、亚马逊、大疆、安克、影石等国际国内知名品牌的合格供应商, 并富士康、捷普科技、吉宝通讯、锐胜集团、领益智造、立讯精密、歌尔股份等行业内知名企业建立了稳定的合作关系。此外, 下游行业产业发展及竞争格局也导致公司客户集中度相对较高。公司的主要产品应用于消费电子领域, 消费电子领域竞争较为激烈, 终端产品的更新迭代速度较快, 对上游产业的技术要求较高。

除海昌新材外，公司大客户集中度超出同业水平，2018 年高达 87.99%，公司对客户结构不断进行优化，拓展优质新客户，2021 年客户集中度已降至 73.93%。

图10: 客户集中度比较



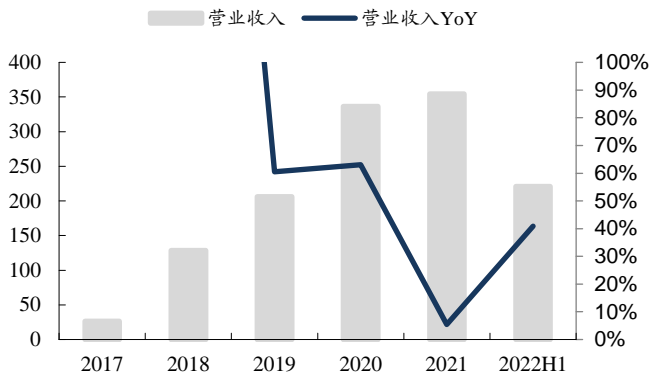
数据来源：公司官网、东吴证券研究所

### 1.3. 营收结构持续优化，迎来新的业绩爆发

公司营收及利润逐渐稳步增长，增速虽有所波动但持续向上态势清晰。2021 年营收增速下滑，利润率下降：1) 受芯片短缺的影响，客户的需求未完全释放，导致公司产能未能充分有效利用，固定成本无法摊薄；2) 研发投入加大，研发费用比例提高；3) 2021 年企业外销占比 61.46%，公司产品直接出口主要以美元等外币进行贸易结算，汇兑损失增加；4) 利息支出增加，公司为扩大规模以及自动化升级，银行借款增加。

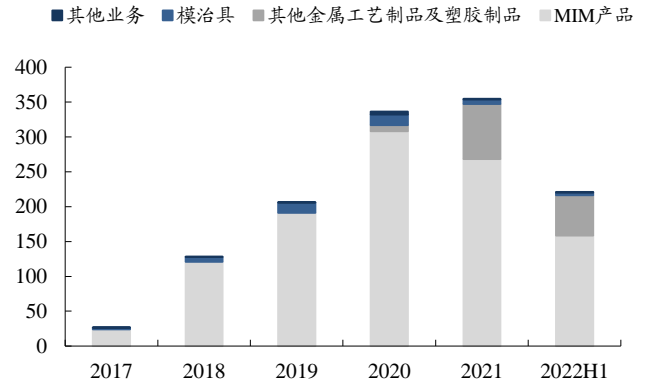
2022H1 业绩迎来新增长，全年业绩增速可期：1) MIM 精密金属零部件相关业务收入金额为 1.59 亿元，占主营业务收入比例为 72.16%，较上年同期增长 23.68%；在消费电子行业功能升级、集成化、轻薄化的发展趋势下，适用于小尺寸、复杂结构、材料适用性广的 MIM 精密结构件的渗透率在不断提升。新型消费电子市场火爆，折叠屏需求旺盛，MIM 作为折叠屏核心部件铰链的主要零部件工艺，其市场规模也有望将迎来爆发式增长。2) 其他精密金属零部件相关业务收入金额为 0.54 亿元，占主营业务收入比例为 24.68%，较上年同期增长 126.17%；3) 本期美元对人民币汇率上升，汇率影响有所缓和，汇兑收益有所增加。

图11: 2017-2022H1 公司营收(百万)及增速



数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

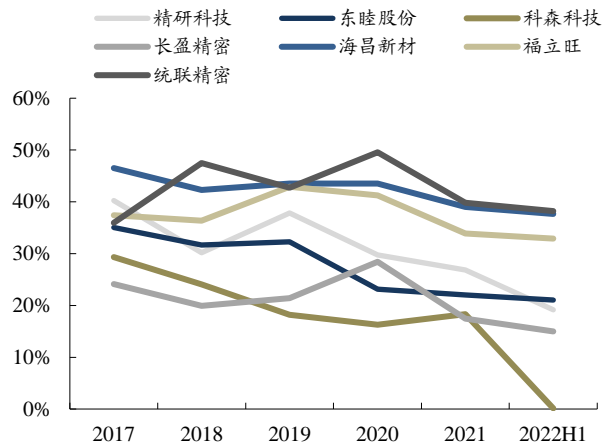
图12: 2017-2022H1 公司营收结构 (百万)



数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

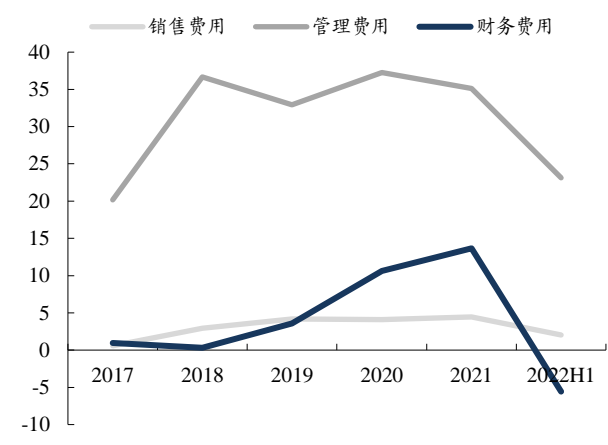
毛利率稳定，三费控制良好，盈利能力不断提升：公司依靠工艺创新，提升生产效率，控制产品良率，不断地进行自我迭代，为公司实现较高毛利率奠定坚实基础。22H1毛利率有所下滑主要原因是较大量的新产品和新项目处于量产初期，产能、良率、效率均尚在爬坡和提升阶段。销售费用、管理费用增速稳定。

图13: 可比公司毛利率比较



数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

图14: 公司三费情况 (百万)



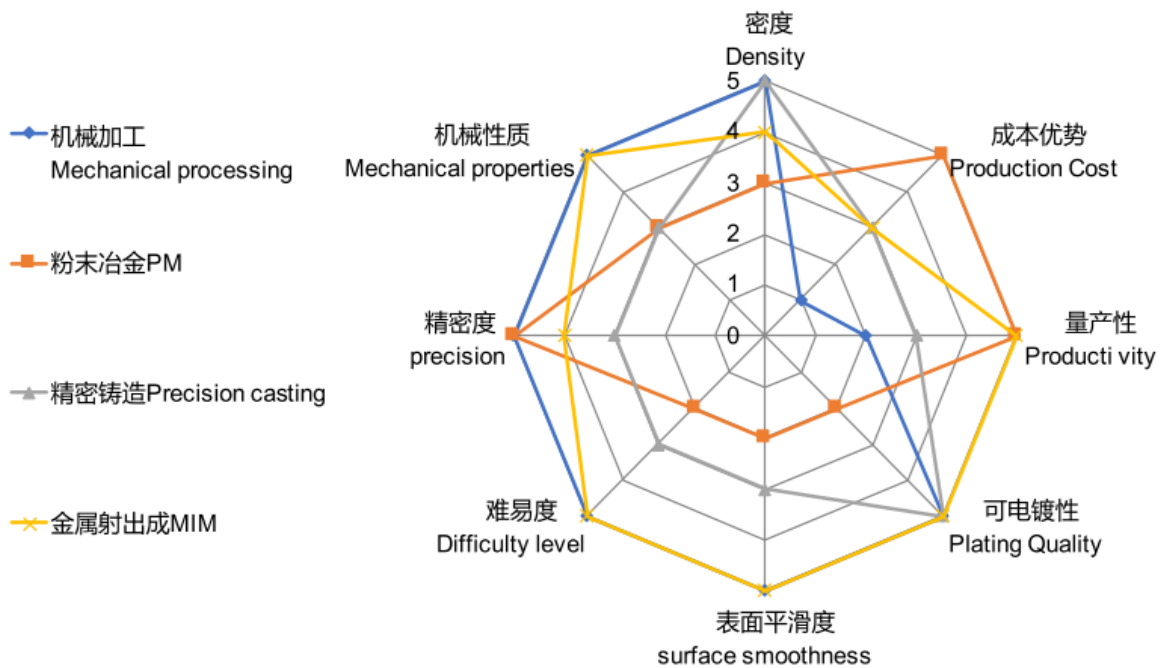
数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

## 2. MIM 基本盘仍大有可为

金属粉末注射成形 (Metal Injection Molding) 是将现代塑料注射成形技术引入粉末冶金领域，集合了塑料成形工艺学、高分子化学、粉末冶金工艺学和金属材料学等多学科而成的一种零部件新型“近净成形”技术。它可以通过模具注射成形坯件，并通过烧结快速制造高精度、高密度、三维复杂形状的结构零件，能够快速、准确地将设计思想物化为具有一定结构、功能特性的制品，并可直接进行大批量生产。MIM 技术结合了塑料注射成形和粉末冶金等方法的技术优点，不仅具有常规粉末冶金工艺工序少、无切

削或少切削、经济效益高等优点，同时，克服了传统粉末冶金工艺制品材质不均匀、力学性能低、薄壁不易成形及结构复杂的主要缺点，适用于大批量生产小型、精密、三维形状复杂以及具有特殊要求的金属零部件的制造。主要优势为“SCVP”：良好的基础性能（Strength）、适用于复杂结构（Complexity）、大批量生产（Volume）、比较成本优势（Price）。

图15: MIM 技术优势



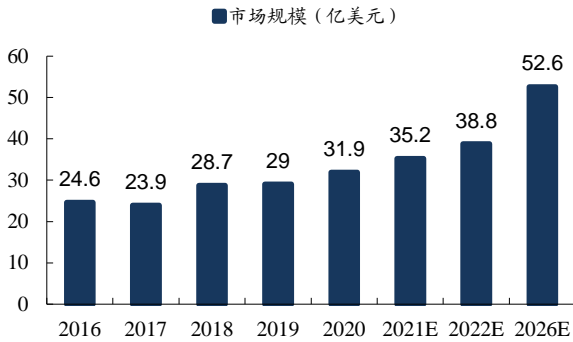
数据来源：公司招股书、东吴证券研究所

近年来，在电子、汽车、医疗、五金、机械等多个领域的带动下，全球 MIM 市场稳健增长。根据 Maximize Market Research 数据，2016 年全球 MIM 市场规模为 24.6 亿美元，2018 年市场规模增至 28.7 亿美元，预计 2026 年将达到 52.6 亿美元，对应 2021-2026 年复合年均增长率（CAGR）为 8.49%。未来，在电子产品快速增长以及 MIM 制造零部件对传统工艺制造零部件替代等因素的带动下，全球 MIM 市场仍将保持向好发展。

从全球区域分布来看，中国 MIM 市场占全球市场的 40%左右，是全球最大的市场；自 2012 年开始，我国 MIM 行业开始飞速发展，市场规模也不断扩大。根据中国钢协粉末冶金分会数据统计，2020 年国内 MIM 市场规模增加至 73 亿元，同比增长 9.0%。根据立鼎产业研究中心预计，2026 年 MIM 市场规模将达到 141.4 亿元。

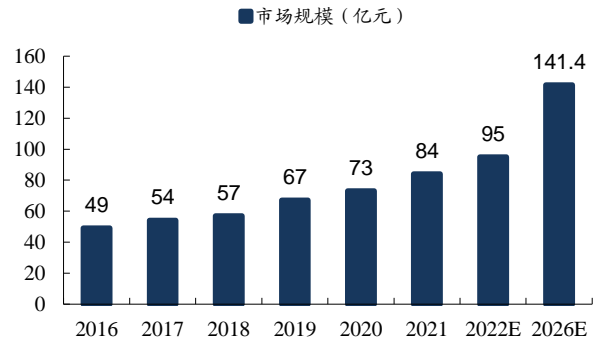


图16: 2016-2026 年全球 MIM 行业市场规模



数据来源: Maximize Market Research、中商情报网、东吴证券研究所

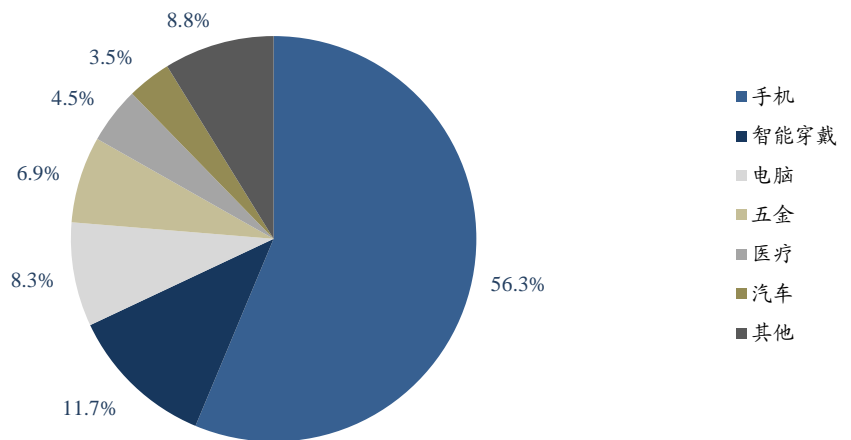
图17: 2016-2026 年中国 MIM 行业市场规模



数据来源: 中国钢协粉末冶金分会注射成形专业委员会、立鼎产业研究院、东吴证券研究所

从下游应用来看, 中国 MIM 的市场应用主要分布在消费电子领域, 2020 年手机继续保持着最大份额但略有下降, 电脑、智能穿戴及涉军工类产品占比则大幅度增加, 医疗及汽车类产品略有上升, 五金机械类产品则明显下降。以销售额为基准应用领域占比: 手机 56.3%, 智能穿戴 11.7%, 电脑 8.3%, 五金 (包括机械) 6.9%, 医疗 4.5%, 汽车 3.5%, 其它 (包括军工) 9.3%。

图18: 2020 年中国 MIM 行业下游应用领域销售额占比情况



数据来源: 《粉末冶金工业》、东吴证券研究所

## 2.1. 消费电子需求旺盛, MIM 有望乘 Type C、折叠屏东风

MIM 当前在消费电子行业主要应用于手机、平板电脑、笔记本电脑、智能穿戴等。折叠屏、VR/AR、智能眼镜及 Type C 接口标准化等新需求进一步打开 MIM 的行业空间。苹果公司自 2010 年开始使用 MIM 零部件, 并不断拓展、引领 MIM 的使用范围, 电源接口件、卡托、摄像头圈、按键等 MIM 零部件在手机上的成功应用, 成就了 MIM 企业在消费电子领域的领先地位。随着智能手机、智能穿戴设备等消费电子产品向更加轻薄化发展, 这些产品的核心零部件也将更加精密化和复杂化。在此背景下, MIM

工艺的应用前景将日益广阔。

图19: MIM 产品在消费电子领域应用

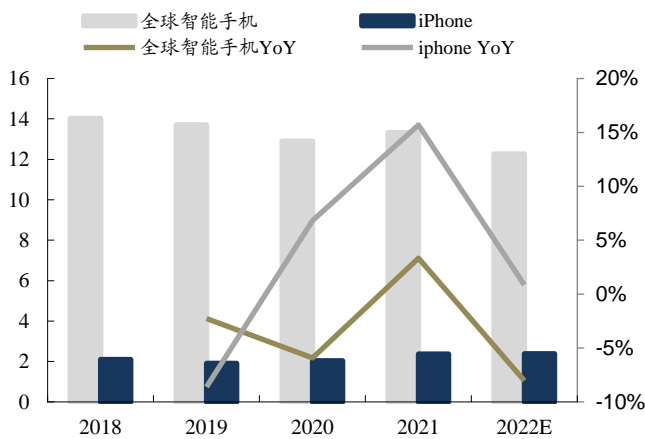


数据来源：公司招股书、东吴证券研究所

### 2.1.1. 大客户产品 MIM 件渗透率逐步提升，Type C 贡献增长新动力

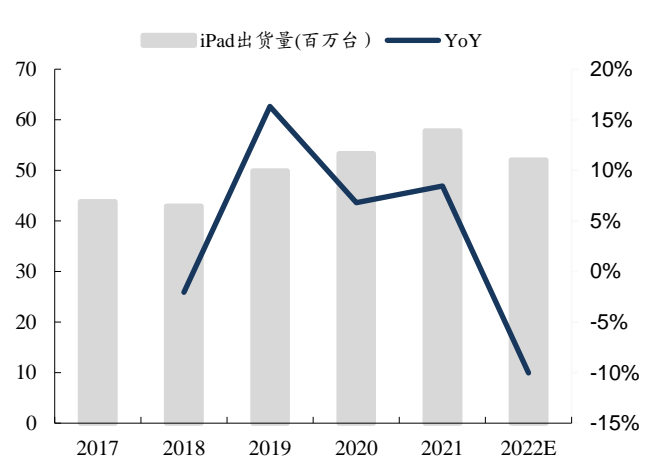
智能手机出货量增速放缓，新机型 iPhone 依然强劲。据 Canalys 数据显示，2022Q3 全球智能手机出货量为 2.98 亿部，同比下降 9%，而苹果于 9 月初发布 iPhone 14，需求强劲，成为唯一实现增长的厂商，出货量为 5300 万台，同比增长 8%，而在中国的智能手机市场，苹果也成为前五大厂商中份额实现年增长的唯一厂商，年增长率高达 36%。

图20: 2018-2022E 全球智能手机及 iPhone 出货量 (亿台)



数据来源：TrendForce、IDC、东吴证券研究所

图21: 2017-2022E 年全球 iPad 出货量 (百万台)



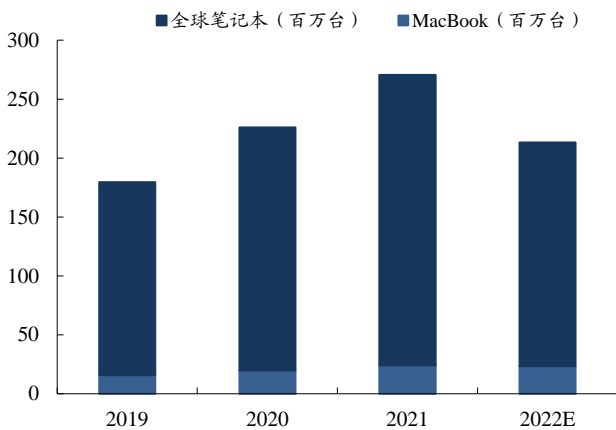
数据来源：Canalys、东吴证券研究所

平板电脑、笔记本电脑需求放缓，iPad 份额稳居第一，MacBook 实现强劲增长。据 IDC 公布数据，2021 年全球平板出货量达到 1.68 亿台，苹果以 34.2% 的市场份额稳居第一，出货量达到了 5780 万台，据 Strategy Analytics 数据显示，2022Q3 平板电脑整体市场规模下降 16%，而由于 iPad 全线价格有所上涨，ASP 推升至 483 美元，出货量同

比下降 14%，但市场份额仍然有所增长，以 39% 的市场份额创 9 年来新高。在笔记本电脑方面，22Q3 全球笔记本出货量同比下降 15%，在前七大 PC 厂商中，苹果是唯一一家实现正增长的厂商，受益于积压订单的交付、新 M2 芯片组的 MacBook 在多地区推动销量，该季度出货量达到 810 万台，同比增长 26%，市场份额首次突破两位数，达到 10.8%，近五年新高。

轻薄化趋势显著，欧盟新规有望带来苹果全产品线 Type C 增量。在提升传输速度与充电速度的动力驱动下，苹果 MacBook 及 iPad、充电器或读卡机等周边产品均陆续放弃 Lightning 而使用 Type C 接口。今年全系 iPad 已进行此项转变。10 月 24 日，欧盟会最终批准，从 2024 年底开始，所有便携式电子设备充电接口均采用 Type C 接口，预计苹果将有更多的产品线转用 Type C 接口，其中 iPhone 有望成为最主要的 MIM 增量点（iPhone14 仍为 Lightning 接口）。

图22: 2019-2022E MacBook 出货量 (百万台)



数据来源: TrendForce、Strategy Analytics、东吴证券研究所

图23: 苹果 24 年底开始将全线转向 USB-C 接口



数据来源: MacRumors、东吴证券研究所

通过梳理苹果系列产品接口变化历史可以发现，MacBook Pro 系列产品在 2016 年之后使用 USB-C 接口，iMac 系列产品在 2017 年之后开始使用 USB-C 接口，MacBook Air、iPad Pro 系列产品在 2018 年之后使用 USB-C 接口，iPad、iPad Air 系列产品在 2020 年之后使用 USB-C 接口，iPhone 系列产品在 2012 年之后使用 Lightning 接口至现在还未更换，USB-C 接口均采用 Type C 物理形态。目前，苹果现有 Type C 产品的精密结构件技术方案主要采用的 MIM 技术，未来新产品采用 MIM 方案概率较大，MIM 精密结构件的市场空间有望进一步打开。

表4: 苹果系列产品接口演变情况

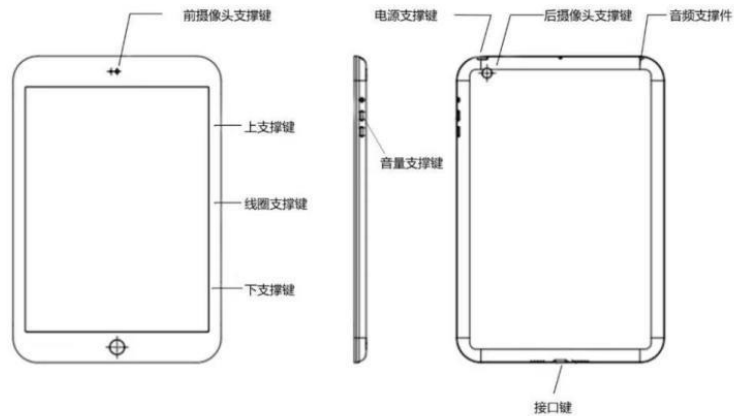
产品名称	年份	接口种类及数量
iMac Pro	2017 年之后	➤ 4 个雷雳 3 (USB-C) 端口
iMac	2017 年及之后	➤ 2 个雷雳 3 (USB-C) 端口+4 个 USB-A 端口 ➤ 2021 款为 2 个雷雳 /USB 4 端口，选配两个 USB 3 端

		口
MacBook Air	2018 年及之后	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 2 个雷雳 3 (USB-C) 端口</li> <li>➢ 2022 款新增 MagSafe 3 充电端口</li> </ul>
MacBook Pro	2016 年之后	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 2-4 个雷雳 4 (USB-C) 端口</li> <li>➢ 2021 款为 MagSafe 3 端口和 3 个雷雳 4 (USB-C)</li> </ul>
iPad	2022 年及之后	1 个 USB-C 接口
iPad mini	2021 年及之后	1 个 USB-C 接口
iPad air	2020 年之后	1 个 USB-C 接口
iPad Pro	2018 年及之后	1 个 USB-C 接口
iPhone	2012 年及之后	1 个 Lightning 接口

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

**iPad 基本盘巩固优势、优化工艺，iMac 已切入，并有望把握 Type C 风口进一步拓展产品线。**以现有大客户为例，从应用终端来说，公司以 MIM 为韧，切入苹果链，最开始进入的是配件领域，如 Apple Pencil，后逐步拓展至 iPad（平板电脑）、MacBook（笔记本电脑）、iMac（台式电脑）领域；从制造工艺上来说，公司凭借工艺创新，依托突出的综合技术能力，延伸至激光切割、CNC 业务。期待公司后续新工艺带来的供应料号提升、同时有望把握 Type C 风口进一步拓展产品线。

图24：公司用于 iPad 的 MIM 产品示例



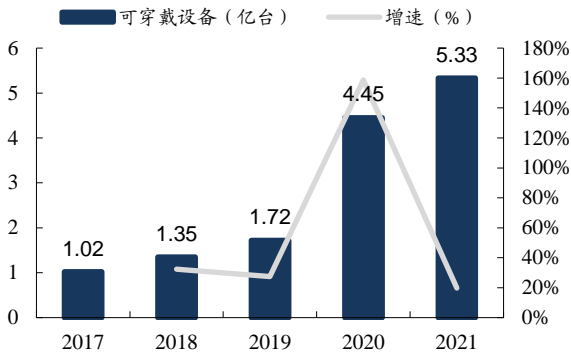
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

### 2.1.2. 智能穿戴设备为 MIM 产品创造可观增量

智能可穿戴设备包括耳戴、腕带、头显等，除高精度外，对亲肤性、抗腐蚀性、防过敏也提出了较高的要求，因此 MIM 受到可穿戴设备市场的欢迎。目前安卓系智能手表已经大量采用 MIM 零件，苹果手表也开始切入 MIM，由此展望 MIM 在可穿戴设备中的渗透率将进一步提升。据 IDC 数据，2022Q2 中国可穿戴设备市场出货量为 2857 万台，同比下降 23.3%。随着元宇宙爆火，VR/AR 产业正跨越低谷，迎来反弹，据 VR 陀

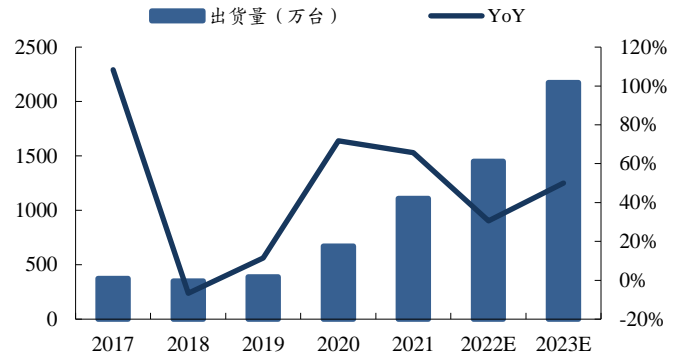
螺研究院预计，2022年-2026年VR出货增速约为86%，到2026年，全球VR出货量将超过1亿台，随着未来AR/VR设备快速上量，有望带动智能可穿戴设备中MIM市场空间上行。

图25: 全球可穿戴设备出货量及增速



数据来源: IDC、东吴证券研究所

图26: 全球VR头显出货量

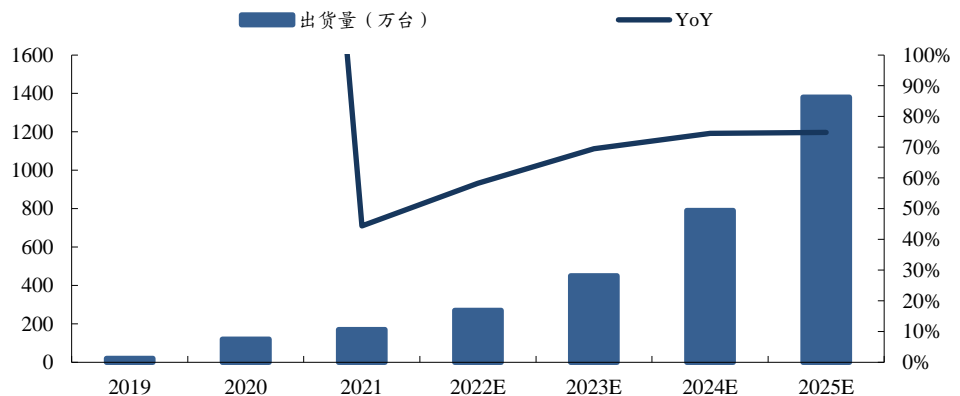


数据来源: VR陀螺、东吴证券研究所

### 2.1.3. 折叠屏手机有望重启换机需求，MIM 转轴铰链需求快速增长

折叠屏手机提供差异化体验，需求旺盛。折叠屏技术已经成为现阶段手机或者其他智能终端细分领域中最热门的方向之一。2019年全球折叠手机尚不足百万部，DSCC显示2020年折叠屏手机出货量310万台，同比增长454%，成为高端手机增长最快的一个细分方向，手机巨头正大力投入折叠屏机型的研发，随着三星、OPPO、华为、小米、荣耀先后发布多款折叠屏手机，折叠屏终端逐渐成为消费电子的热门赛道，而苹果拥有折叠屏有关多项专利，也在布局折叠屏手机。

图27: 2019-2025E 中国折叠屏手机出货量



数据来源: 艾瑞咨询、东吴证券研究所

转轴铰链是折叠屏手机的核心精密组件之一，而MIM作为转轴铰链的主要零部件工艺，其市场规模有望迎来显著增长。折叠屏可分为外折、内折、多折、卷轴、上下折



等多种折叠方式，此前制约折叠屏手机放量的阻碍包括机身厚度、手机闭合程度、折痕效果等问题，折叠屏转轴铰链是其中至关重要的零部件，需要兼顾重量轻、尺寸小的性能要求，还要保障折叠屏功能稳定、可靠，需具备至少 10 万次以上的开合寿命，MIM 工艺具备材料选择范围更广、产品复杂程度更高的优势，完美契合折叠屏手机转轴铰链需求。目前有三种铰链技术，U 型铰链简单易有折痕（三星），外折铰链可实现 0-180° 自由翻转（华为 Mate X 系列），水滴型铰链工艺复杂但折痕小（华为 Mate X2、OPPO Find N、荣耀 Magic V）。

表5: 2022 年已发布折叠屏手机铰链情况汇总

	折叠形式	铰链	铰链供应商
三星 Galaxy Fold 系列	横向内折	新型纤细铰链	KH Vatec、S-Connect
小米 MIX Fold 2	横向内折	微水滴形态转轴	安费诺、精研科技
华为 Mate Xs 2	横向外折	双旋鹰翼转轴	兆利、奇鋆、精研科技
OPPO Find N	横向内折	精工拟椎式铰链	安费诺
VIVO X Fold	横向内折	航天级浮翼式铰链	安费诺
荣耀 Magic V	横向内折	悬浮水滴铰链	安费诺
摩托罗拉 razr 2022	竖向内折	星轨转轴	——

数据来源：势银光链、东吴证券研究所

图28: 航天级浮翼式铰链



数据来源：VIVO 官网、东吴证券研究所

图29: 常见的三种折叠屏铰链



数据来源：势银光链、东吴证券研究所

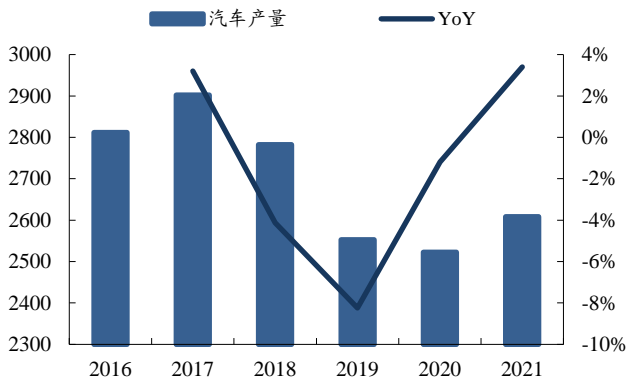
根据 Counterpoint 数据，2022Q1 中国折叠屏手机市场销量为 67 万台，同比增长 391%，环比增长 152%，预计 2022 年国内折叠屏手机出货量将同比增长 225%，达到 270 万台。每个铰链所需 MIM 件需求高达上百个，假设铰链 MIM 单机价值量为 300-500 元，预计国内折叠屏铰链 MIM 市场空间为 78-130 亿元，未来应用潜力大。

## 2.2. 汽车、医疗器械行业前景广阔，公司已有重点产品储备

国产汽车 MIM 件渗透率不足，潜力大。我国已成为世界最大的汽车生产国，汽车

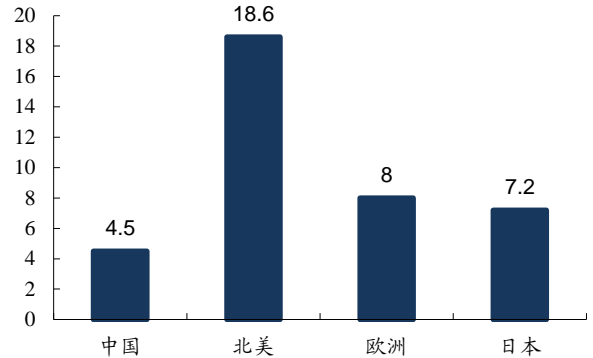
工业在我国经济发展中占有重要地位，国产汽车市场 MIM 件潜力大。据中汽协数据，2022 年 1-10 月，汽车产销分别完成 2,224.2 和 2,197.5 万辆，同比增长 7.9%和 4.6%，增速平缓。目前国内 MIM 在汽车市场应用相对较少，北美、日本、欧洲应用相对较多。北美、日本、欧洲粉末冶金零件单车用量分别为 18.6kg、8kg、7.2kg，我国仅为 4.5kg，这也预示在下一阶段，我国国产汽车 MIM 零件产品市场潜力大。

图30: 2016-2021 国内汽车产量情况 (万辆)



数据来源: 国家统计局、中汽协、东吴证券研究所

图31: 汽车 MIM 件单车用量 (kg)



数据来源: 公司招股说明书、东吴证券研究所

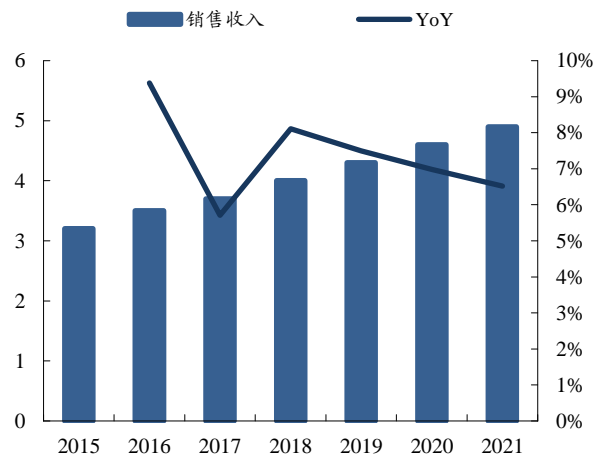
**轻量化理念深入，MIM 受汽车产业高度重视。**作为一种无切削的金属零件成形工艺，MIM 工艺可大量节省材料，降低生产成本，减轻零件重量，有利于汽车实现轻量化及减少环境污染，因此 MIM 工艺受到汽车产业的高度重视。目前，MIM 已用于生产汽车形状复杂、双金属零件以及成组的微小型零件，如涡轮增压零件、调节环、燃油嘴零件、叶片、齿轮箱、助力转向部件等。据华经产业研究院，我国汽车零部件及配件行业的收入自 2015 年 3.2 万亿元攀升至 4.9 万亿元，未来如 MIM 在该领域有 1%的渗透率，国内 MIM 在汽车零部件领域市场空间将超过 490 亿元。

图32: MIM 在汽车中的应用



数据来源: 百度有驾、东吴证券研究所

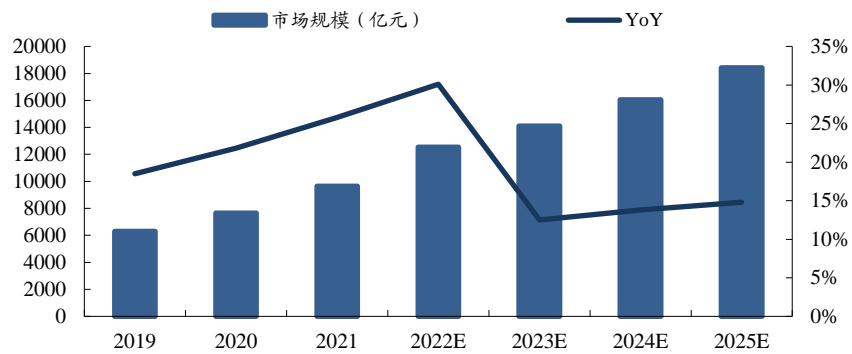
图33: 2015-2021 国内汽车零部件收入 (万亿元)



数据来源: 华经产业研究院、东吴证券研究所

契合医疗器械高精密性要求，MIM 渗透率有望进一步提升。精密医疗器械的配件需满足小型、高复杂度、高力学性能等要求，需多个独立部件机械配合，传统的机械加工费时费力，MIM 技术可将许多独立的部件做成一体，减少零件数量，节约开发时间，该技术已用于牙齿正畸托槽、外科手术工具、膝盖植入零件、助听器声管等医疗器械设备。2020 年，受新冠疫情影响，我国医疗器械行业同比增长 20.61%，市场规模达到 7648 亿元，2021 年增速有所放缓，但同比增长速度仍达到 16% 左右，整体市场保持高速增长的良好态势。MIM 尚未完全渗透医疗器械市场，而该市场附加值高，量大，可预见制造成本低、产量大的 MIM 技术在医疗器械领域发展潜力大。

图34：中国医疗器械 2019-2025E 市场规模（亿元）



数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

紧跟趋势加码研发投入，公司提前布局汽车电子及医疗领域。公司对汽车电子、医疗器械方向等增加研发投入，目前相关在研项目有“高强合金新材料 3D 打印工艺”“金属粉末注射成形贝塔钛合金工艺”和“MIM 钛合金高光抛光”，为后续布局新业务做技术储备。公司已取得了汽车和医疗产品相关的生产资质，在汽车方面现有的产品为汽车换挡旋钮，已为国内知名车企吉利的 tier1 厂商进行供货，在定制化高端产品上可能实现突破。随着公司发展及长沙生产基地的投产，公司的产能将得到扩充，产品的应用领域将进一步丰富。

表6：公司汽车电子及医疗在研项目

项目名称	阶段	拟达到目标	水平	具体应用前景
高强合金新材料 3D 打印工艺技术	试制阶段	测试出最优参数，在 3D 打印工艺下实现低密度、高强度、高耐腐蚀兼具优异力学性能等特点的产品。	国内领先	应用于新能源汽车中的拓扑优化结构件，轻量化结构件
金属粉末注射成形贝塔钛合金工艺技术	试制阶段	掌握 β 型钛合金粉末混合过程的难点，解决其在烧结及热处理过程中出现的技术瓶颈，最终实现量产。	行业内领先	智能穿戴及医疗领域
MIM 钛合金高光抛光技术研发	试制阶段	实现 MIM 钛合金产品高光效果	行业内领先	智能穿戴领域、医疗领域及 3C 应用领域、高端个性化定制领域

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

### 3. 公司精密件全流程工艺优势显著，凭研发实力抢占增量市场

#### 3.1. 工艺优化经验丰富，掌握核心技术

公司始终鼓励研发团队敢于“试错”、勇于挑战、善于总结。在工艺开发过程中，不同工作背景的研发工程师通过思想的碰撞、实验，在不断的“试错”过程中，建立了自身核心技术护城河。MIM 制造工艺流程较长，涉及多个制程，公司从喂料、模具、后处理、自动化等全流程进行自主研发，实现突破，自成立以来，不断地自我更新迭代，巩固核心竞争优势。

表7: 公司核心技术自主研发情况

项目名称	研发内容	拟达到目标
MIM 不锈钢产品表面渗铬工艺的研究	在高温下以渗透的形式在金属工件基材表面形成铬膜，来提高工件硬度，增加耐磨、耐腐蚀性	掌握金属工件渗铬的工艺；扩展更多基材，实现批量生产
MIM 制备高饱和硬磁产品工艺研发	研究磁性材料成分、粉末纯度、晶粒大小、密度等对磁性参数的影响及其程度，以指导喂料、成型、脱脂烧结等工艺参数的设置	得到 MIM 磁性材料影响参数，为实现高饱和磁性产品稳定生产提供技术指导
MIM 零部件高强度焊接性能研究	研究 MIM 产品不同材料成分、不同焊接参数、不同烧结密度等对产品最终焊接性能的影响及其程度；调整合金元素控制杂质提升焊接性能	通过研发收集各种 MIM 材质产品焊接性能影响参数，为 MIM 产品焊接提供技术指导
钛粉末注射成形脱脂及烧结工艺的研发	基于钛粉末喂料的研发及脱脂和烧结工艺优化，实现钛粉末注射成形的批量化生产运用	实现钛金属稳定的批量化的 MIM 生产
熔体 3D 打印与 MIM 工艺组合及直接金属 3D 打印技术的研究	1) 短时间内得到复杂结构和形貌的生坯来替代金属粉末注射；2) 用于金属零件的快速成型制造	(1) 形成熔体 3D 打印与 MIM 工艺组合的生产技术；(2) 实现多种金属材质直接 3D 打印产品的批量化生产

数据来源：公司年报、东吴证券研究所



图35: 公司 MIM 工艺流程



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

定制化喂料改良及开发，已具备自制能力：公司针对不同金属粉末进行粘结剂的配比实验，通过对不同配比喂料的性能验证，来筛选合适的粘结剂及优化配比方案，并通过不断混炼验证，制备出满足生产需求的喂料，从而掌握配比技术，满足 MIM 生产需要。公司通过持续的投入，目前已在 316L、304L 以及 17-4PH 三款牌号的喂料上具备了自制能力，且已掌握钛合金喂料开发技术，相关发明专利“一种钛合金金属粉末注射成型喂料及其制备方法”已取得授权。

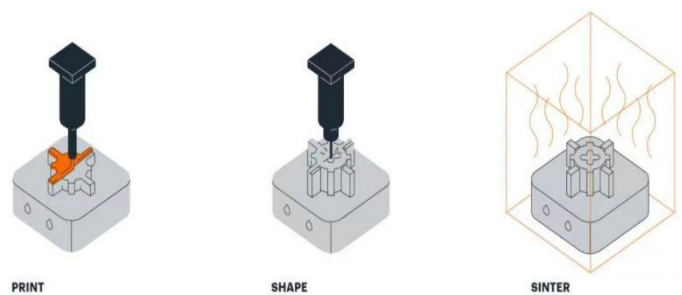
自主设计制造模具，综合模具制造精度高：公司自成立之初，即设立子公司，组建自己的模房。在模具设计方面，公司推行全 3D 设计，应用设计标准化管理、设计图面数据库管理等措施，确保模具开发的成功率及效率、缩短开发周期。精密模具制造方面，公司掌握业界顶尖的高速铣削加工技术（HSM）、零损耗超火花放电加工技术（EDM）、超精密电火花镜面加工技术，综合模具制造精度可达  $\pm 0.003\text{mm}$ ，先进的模具设计与制造技术为 MIM 产品的生产效率和良率提供保障，是公司核心技术及核心竞争力的重要组成部分。

图36: 配方改良示意图



数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

图37: 3D 打印模具过程



数据来源：Mantle、东吴证券研究所



注塑、脱脂、烧结等工序的外协产量降低，后处理工艺逐步转向自制：为应对产能不足，公司将部分将注塑、脱脂以及烧结工序合并进行外协，2020年，随着智能制造的正式投产，注塑、脱脂、烧结等工序外协占比已经下降至5.30%，2021年上半年，公司烧结工序已经全部转为自产。后处理工艺包括整形、CNC、攻牙、喷砂、镗雕、抛光、研磨、清洗、PVD等工序，其中公司可自制工艺包括整形、喷砂、研磨以及CNC。

自动化逐步渗透，部分产品实现全制程自动化：公司自成立之初即设立了专职的自动化设备部门，在合理化、优化、标准化相关工艺制程的前提下，结合产品及工艺特性实施自动化设备的研发，解决行业普遍存在的依赖人工、自动化程度低的难题，进一步提升生产的一致性和稳定性，进而实现效率及良率的提升。公司在逐步实现产品的连线自动化生产，部分产品已实现全制程的自动化。目前，在自动化设备开发技术方面，公司拥有MIM生胚加工与自动分类移转技术、物料的自动摆盘及转移的生产技术、不锈钢精密零部件视觉与机器人联动矫形技术、磁力研磨后磁针与产品自动分离的技术、复杂结构精密零部件影像与激光联合的高速检测技术等。

**表8：公司自动化相关核心技术**

核心技术名称	技术简介
MIM生胚加工与自动分类移转技术	实现与注塑机的联机自动化生产，自动去除水口并且采用专用刀具加工水口至产品根部，结合去毛刺模组实现自动去除产品棱边毛刺，加工完的产品按穴号进行自动摆盘。实现去水口、铣水口、去毛刺、摆盘等多工序的连续自动化生产。
物料的自动摆盘及转移的生产技术	通过直线模组、凸轮分割器、翻转机构和摆盘机构的协作，实现了物料的摆盘和转移的整个过程的自动化生产，杜绝了人工操作过程中易导致的散料，提高了转盘效率。
不锈钢精密零部件视觉与机器人联动矫形技术	采用视觉定位与机器人联动将产品自动送入整形模具内进行尺寸矫正，实现了不锈钢精密零部件变形矫正的自动上下料及异常自动检测，保证产品精度、降低成本。
磁力研磨后磁针与产品自动分离的技术	对磁力研磨装置进行技术改良，增设筛选、升降、收料等机构，从而自动实现工件与磁力钢针的分离，消除了人工作业，提高了生产效率。
复杂结构精密零部件影像与激光联合的高速检测技术	该项技术采用影像配合激光扫描检测，可以同时高速检测复杂零部件的多个尺寸，检测后根据检测结果将产品按要求分类，从而提高检测效率，降低生产成本。

数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

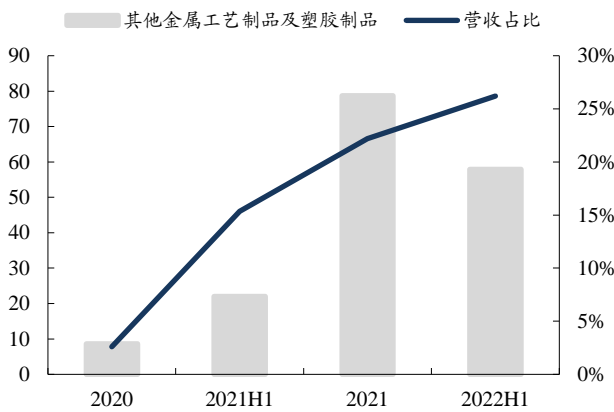
### 3.2. 定位精密零部件，不断拓展精密制造能力

持续拓展新产品，不断进行工艺延伸，提升客户黏度。1) 公司顺应客户新增的产品线需求，新增激光切割、CNC等设备并布局规模化产能，为客户提供多元化的工艺选择

和解决方案,紧贴客户发展路径;2)加强对3D打印等前沿技术的研究,丰富技术储备,并加快对相关研究成果的转化与落地,以培育及拓展新的业务增长点;3)公司持续工艺创新,不断在升级迭代工艺制程、设备及自动化,较大地提升了生产效率和产品质量的均质性。公司有望在深耕原有大客户的同时,持续拓展老客户新产品、新客户老产品、新客户新产品,未来潜在新领域空间更大。

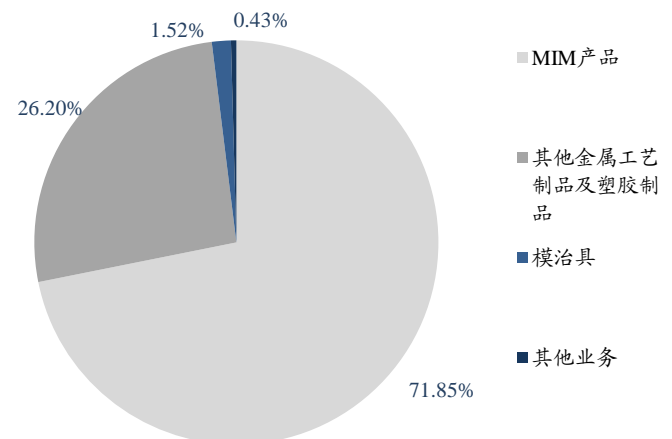
定位精密零部件, MIM 与非 MIM 并行,持续优化产品结构。公司坚守精密制造领域,在稳定发展 MIM 业务的同时,逐步形成以 MIM 精密金属零部件和其他精密金属零部件两大业务板块为核心的业务模式。公司积极加快长沙 MIM 精密结构件生产基地的建设进度,为满足下游潜在市场需求布局新业务,进一步释放产能。截至 22H1 其他精密金属零部件相关业务收入金额为 0.54 亿元,占主营业务收入比例为 24.68%,较上年同期增长 126.17%。

图38: 2020-2022H1 其他精密金属零部件营收(百万)



数据来源: 公司公告、招股说明书, 东吴证券研究所

图39: 2022H1 营收结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 4. 盈利预测及投资建议

### 4.1. 盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设:

1) 公司精密零部件业务: 随着在国际大客户处产品 MIM 件份额持续提升及新产品单机价值量提升,我们预测公司 MIM 业务 22-24 年营收分别为 3.5、4.6、6.9 亿元,毛利率预计为 45%/46%/46%,其他金属工艺品 22-24 年营收分别为 1.7、3.5、5.2 亿元模具及其他业务有望保持。

2) 虽然其他金属件等产品毛利率略低,但随着整体产品结构持续升级及规模化优势,公司毛利率有望基本保持稳定,22-24 年毛利率预计为 39%/39%/40%。

3) 随着持续投入及规模经济效益的体现,公司 22-24 年销售费用率保持为 1%,管

理费用率为 10%/9%/9%，研发费用率为 11%/10%/10%。

表9：公司分业务预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>精密零部件</b>					
销售收入（百万元）	316.9	347.1	510.3	806.9	1,215.1
增长率	66%	10%	47%	58%	51%
毛利率	51%	40%	39%	39%	40%
<b>MIM 产品</b>					
销售收入（百万元）	308.2	268.5	345.1	459.9	694.7
增长率	61%	-13%	29%	33%	51%
毛利率	50%	45%	45%	46%	46%
<b>其他金属工艺制品</b>					
销售收入（百万元）	8.6	78.7	165.2	347.0	520.5
增长率	-	813%	110%	110%	50%
毛利率	65%	24%	28%	30%	32%
<b>模治具</b>					
销售收入（百万元）	15.18	6.72	6.72	6.72	6.72
增长率	3%	-56%	0%	0%	0%
毛利率	39%	35%	35%	35%	35%
<b>其他</b>					
销售收入（百万元）	4.3	0.7	0.7	0.7	0.7
增长率	-	-84%	0%	0%	0%
毛利率	10%	47%	45%	45%	45%
<b>合计</b>	<b>336.3</b>	<b>354.5</b>	<b>517.7</b>	<b>814.3</b>	<b>1,222.5</b>
<b>增长率</b>	<b>63%</b>	<b>5%</b>	<b>46%</b>	<b>57%</b>	<b>50%</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>50%</b>	<b>40%</b>	<b>39%</b>	<b>39%</b>	<b>40%</b>

数据来源：wind，东吴证券研究所

## 4.2. 投资建议

我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 0.98、1.4、2.4 亿元，可比公司长盈精密、精研科技、福立旺、东睦股份（国内领先的精密结构件厂商）、立讯精密（果链重点企业），22-24 PE 为 64/18/13 倍，公司当前市值对应 PE 分别为 28/19/12 倍，公司未来三年营收、净利润有望保持 50%以上增速，我们给予公司 23 年 30 倍 PE，对应目标市值 43 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

表10: 可比公司估值 (截至 2022 年 11 月 25 日)

公司代码	名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300115.SZ	长盈精密	147.2	0.7	6.8	11.7	222.9	21.6	12.6
300709.SZ	精研科技	53.9	2.8	3.8	4.9	19.4	14.2	10.9
688678.SH	福立旺	43.1	1.7	2.7	3.8	25.1	16.0	11.3
002475.SZ	立讯精密	2253.1	98.3	131.5	163.7	22.9	17.1	13.8
600114.SH	东睦股份	57.3	1.8	3.1	4.0	31.9	18.6	14.2
	均值					64.4	17.5	12.6
688210.SH	统联精密	28.8	1.0	1.4	2.4	27.7	18.9	11.5

数据来源: wind、东吴证券研究所

注: 长盈精密、精研科技、福立旺、立讯精密、东睦股份盈利预测均来自 wind 一致预测

## 5. 风险提示

- **大客户订单不及预期:** 国际大客户占公司业务收入超 70%，可能存在由于公司研发、方案等未能跟进大客户新品及大客户自身新品方案、销量等不及预期影响公司营收及利润风险。
- **核心喂料环节外购依赖度高:** 公司主要生产环节均已实现自制，但核心喂料环节仍主要依赖外购，可能存在原材料价格、供给波动风险。
- **新建产能投产不及预期:** 公司在长沙等多地新建产能，可能存在因为疫情等不可控因素影响产线建设、产能爬坡等风险。

## 统联精密三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>1,127</b>	<b>1,056</b>	<b>1,212</b>	<b>1,502</b>	<b>营业总收入</b>	<b>355</b>	<b>518</b>	<b>814</b>	<b>1,223</b>
货币资金及交易性金融资产	889	701	664	735	营业成本(含金融类)	213	314	498	734
经营性应收款项	120	175	288	408	税金及附加	2	2	3	5
存货	92	143	213	298	销售费用	4	5	8	12
合同资产	0	0	0	0	管理费用	35	49	73	108
其他流动资产	25	36	47	61	研发费用	42	57	81	122
<b>非流动资产</b>	<b>373</b>	<b>662</b>	<b>861</b>	<b>1,019</b>	财务费用	14	-7	12	17
长期股权投资	0	51	51	51	加:其他收益	6	5	8	12
固定资产及使用权资产	240	448	633	784	投资净收益	0	10	16	24
在建工程	38	69	85	92	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	28	27	26	25	减值损失	-7	-10	-11	-12
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	31	31	31	31	<b>营业利润</b>	<b>44</b>	<b>103</b>	<b>152</b>	<b>250</b>
其他非流动资产	35	35	35	35	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,500</b>	<b>1,718</b>	<b>2,073</b>	<b>2,521</b>	<b>利润总额</b>	<b>45</b>	<b>103</b>	<b>152</b>	<b>250</b>
<b>流动负债</b>	<b>273</b>	<b>373</b>	<b>580</b>	<b>785</b>	减:所得税	-2	3	4	6
短期借款及一年内到期的非流动负债	150	200	300	400	<b>净利润</b>	<b>46</b>	<b>101</b>	<b>148</b>	<b>244</b>
经营性应付款项	91	135	225	305	减:少数股东损益	-1	3	4	7
合同负债	0	1	1	1	<b>归属母公司净利润</b>	<b>47</b>	<b>98</b>	<b>144</b>	<b>236</b>
其他流动负债	33	37	55	78	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.42	0.87	1.28	2.11
非流动负债	104	137	137	137	EBIT	58	98	160	256
长期借款	0	41	41	41	EBITDA	110	160	261	398
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	39.84	39.44	38.81	39.98
租赁负债	73	65	65	65	归母净利率(%)	13.38	18.91	17.66	19.34
其他非流动负债	31	31	31	31	收入增长率(%)	5.42	46.03	57.28	50.14
<b>负债合计</b>	<b>378</b>	<b>510</b>	<b>718</b>	<b>922</b>	归母净利润增长率(%)	-30.94	106.34	46.95	64.40
归属母公司股东权益	1,121	1,203	1,346	1,583					
少数股东权益	2	5	9	16					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,122</b>	<b>1,207</b>	<b>1,356</b>	<b>1,599</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,500</b>	<b>1,718</b>	<b>2,073</b>	<b>2,521</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	79	90	163	266	每股净资产(元)	14.01	10.74	12.02	14.13
投资活动现金流	-106	-821	-284	-275	最新发行在外股份(百万股)	112	112	112	112
筹资活动现金流	861	62	84	79	ROIC(%)	7.13	6.67	9.52	12.90
现金净增加额	833	-668	-36	70	ROE-摊薄(%)	4.23	8.14	10.68	14.94
折旧和摊销	52	62	101	142	资产负债率(%)	25.18	29.72	34.61	36.56
资本开支	-105	-300	-300	-300	P/E(现价&最新股本摊薄)	57.25	27.75	18.88	11.49
营运资本变动	-34	-84	-97	-127	P/B(现价)	1.73	2.26	2.02	1.72

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

