

东睦股份 (600114) \机械设

三大业务协同共振，步入成长新阶段

投资评级：
行 业：通用设备
投资建议：买入 / (首次评级)
当前价格：7.67 元
目标价格：11.75 元

投资要点：

东睦股份为中国粉末冶金行业龙头，以粉末压制成形P&S、软磁复合材料SMC和金属注射成形MIM三大技术平台为客户提供解决方案。公司SMC业务高速增长并成为当前业绩的重要增长点，MIM业务盈利能力有望持续改善，P&S业务稳定增长，三大技术平台协同发展有望推动业绩向上。

► 碳中和引领SMC成为增长新动能

SMC广泛应用于光伏逆变器、新能源汽车电机等领域，2022年全球光伏逆变器出货量248.2GW，同比+12.35%，全球新能源乘用车销量1082万辆，同比+75.1%，下游行业的高速发展带动软磁材料需求提升。公司为国内SMC龙头企业并积极建设产能，在供需共振下有望保持高速增长。

► 折叠手机打开MIM行业增长新空间

2023年1月折叠手机市场中价格在1万元以下的产品占比为81%，同比+31pct，价格下沉将带动产品快速放量，进而带动折叠屏铰链需求量提升。公司产品借助优秀品质，已成为华为供货商。随着下游需求回暖，连云港生产基地落地，公司MIM业务有望迎来拐点。

► 多领域应用支撑P&S业务需求

2022年插混汽车零售142.0万辆，同比+160.5%，纯电车辆零售525.5万辆，同比+74.2%。混动车辆销量的高速增长能够支撑发动机、变速箱产品对于P&S技术平台的需求，纯电车辆销量高增也带动了高效电机对于P&S技术平台需求的提升。除汽车外，P&S技术平台在家电、电动工具领域的应用也有助于支持业务的持续发展，公司P&S业务有望稳定增长。

► 盈利预测、估值与评级

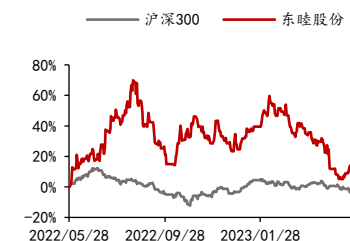
我们预计公司2023-2025年营业收入分别为40.38/47.19/53.11亿元，同比增长分别为8.36%/16.87%/12.55%，3年CAGR为12.54%；归母净利润分别为2.87/3.99/5.02亿元，同比增长分别为84.12%/39.07%/25.92%，3年CAGR为47.73%，对应EPS分别为0.47/0.65/0.81元/股，对应PE分别为16.5/11.9/9.4倍。经绝对估值法测算得到每股合理价格12.14元，结合可比公司相对估值，我们给予公司23年25倍PE，对应目标价11.75元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期、产能扩建不及预期、原材料涨价风险。

基本数据

| | |
|----------------|------------|
| 总股本/流通股本 (百万股) | 616/616 |
| 流通A股市值 (百万元) | 4,728 |
| 每股净资产 (元) | 4.11 |
| 资产负债率 (%) | 55.73 |
| 一年内最高/最低 (元) | 11.88/6.58 |

股价相对走势



分析师：黄程保

执业证书编号：S0590523020001

邮箱：huangcb@glsc.com.cn

联系人：唐嘉俊

邮箱：tjj@glsc.com.cn

相关报告

| 财务数据和估值 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 3591 | 3726 | 4038 | 4719 | 5311 |
| 增长率 (%) | 9.38% | 3.76% | 8.36% | 16.87% | 12.55% |
| EBITDA (百万元) | 465 | 588 | 945 | 1055 | 1109 |
| 归母净利润 (百万元) | 27 | 156 | 287 | 399 | 502 |
| 增长率 (%) | -68.92% | 472.70% | 84.12% | 39.07% | 25.92% |
| EPS (元/股) | 0.04 | 0.25 | 0.47 | 0.65 | 0.81 |
| 市盈率 (P/E) | 173.9 | 30.4 | 16.5 | 11.9 | 9.4 |
| 市净率 (P/B) | 1.8 | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 1.5 |
| EV/EBITDA | 21.1 | 13.5 | 7.5 | 6.2 | 5.4 |

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年5月29日收盘价

投资聚焦

受益于下游行业景气度的提升以及公司在产能和技术领域的领先布局，公司粉末压制成形P&S、软磁复合材料SMC和金属注射成形MIM三大业务协同发展，内外部因素向好，业绩有望快速提升。

核心逻辑

公司为P&S龙头企业，SMC、MIM领先企业。光伏、新能源汽车等高景气行业将带动SMC业务快速增长；公司在折叠屏手机领域较早进行布局，MIN业务有望借助行业机遇快速放量，提升盈利能力；P&S业务在混动汽车、纯电动汽车、家电、电动工具等领域的应用有望带动业绩稳定提升。公司三大业务均属于粉末冶金技术的应用，可相互协同共振，带动业绩快速增长。

不同于市场的观点

行业认为手机行业需求下滑将较大程度影响公司MIM业务收入。我们认为折叠屏手机将为手机行业带来结构性机会，公司在折叠屏领域布局较早，并且已进入华为供应链，折叠屏手机渗透率的提升有望带动公司MIM业务量利齐升。

行业认为汽车行业在经历燃油车购置税减征政策以及新能源国补政策退出后，下游需求将有所下滑。我们认为随着各地补贴政策的出台以及新车型的不断推出，汽车行业需求有望提振，从而带动公司P&S业务和SMC业务的提升。

核心假设

核心假设1：结合下游需求恢复情况以及公司产能投放节奏，我们预计

2023/2024/2025年P&S业务销售量分别为4.90/5.00/5.10万吨，SMC业务销售量分别为3.05/4.54/5.76万吨，MIM业务销售量分别为4.90/5.07/5.20亿件。

核心假设2：考虑到公司管理效率的提升以及产量提升带来的规模效应，我们预计23/24/25年P&S业务毛利率分别为20.59%/20.62%/20.66%，SMC业务毛利率分别为29.72%/30.06%/30.20%，MIM业务毛利率分别为23.55%/23.92%/24.07%。

盈利预测与估值

我们预计公司2023-2025年营业收入分别为40.38/47.19/53.11亿元，同比增长分别为8.36%/16.87%/12.55%，3年CAGR为12.54%；归母净利润分别为2.87/3.99/5.02亿元，同比增长分别为84.12%/39.07%/25.92%，3年CAGR为47.73%，对应EPS分别为0.47/0.65/0.81元/股，对应PE分别为16.5/11.9/9.4倍。经绝对估值法测算得到每股合理价格12.14元，结合可比公司相对估值，我们给予公司23年25倍PE，对应目标价11.75元，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资看点

P&S业务作为公司基石业务，能够给公司提供稳定现金流，中短期来看SMC业务是公司业绩快速发展的新动能，中长期来看MIM业务具备盈利边际改善的趋势。

正文目录

| | | |
|-----|-----------------------------------|----|
| 1. | 三大主业协同发展 | 5 |
| 1.1 | 并购拓展业务领域 | 5 |
| 1.2 | 业绩迎来底部反转 | 7 |
| 2. | SMC：碳中和引领软磁需求 | 9 |
| 2.1 | 软磁材料双寡头格局显著 | 9 |
| 2.2 | 国内领先厂商，受益行业景气快速发展 | 12 |
| 3. | MIM：收购优质企业把握行业发展趋势 | 14 |
| 3.1 | 折叠屏手机打开 MIM 市场天花板 | 14 |
| 3.2 | 收购优质企业切入 MIM 赛道 | 18 |
| 4. | P&S：粉末冶金龙头受益行业复苏 | 20 |
| 4.1 | 粉末冶金头部企业份额有望提升 | 20 |
| 4.2 | 行业复苏带动业绩改善 | 23 |
| 5. | 盈利预测 | 25 |
| 6. | 估值与投资评级 | 26 |
| 6.1 | 绝对估值法 | 26 |
| 6.2 | 相对估值法 | 27 |
| 7. | 风险提示 | 28 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1：公司业务逐步多元化 | 5 |
| 图表 2：公司三大业务板块 | 6 |
| 图表 3：公司股权结构（截至 2023 年 4 月 26 日） | 7 |
| 图表 4：公司历年营业收入及增速走势 | 8 |
| 图表 5：公司历年归母净利润及增速走势 | 8 |
| 图表 6：公司历年毛利率及净利率走势 | 8 |
| 图表 7：公司历年费用率走势 | 8 |
| 图表 8：公司历年业务结构 | 9 |
| 图表 9：公司历年各主营业务毛利率走势 | 9 |
| 图表 10：软磁材料产业链 | 9 |
| 图表 11：全球 UPS 市场规模稳定增长 | 10 |
| 图表 12：国内变频空调产量快速增长 | 10 |
| 图表 13：全球光伏逆变器出货量预测 | 10 |
| 图表 14：全球新能源乘用车销量预测 | 10 |
| 图表 15：国内金属软磁粉芯需求量及市场规模 | 11 |
| 图表 16：2020 年软磁材料主要应用场景 | 11 |
| 图表 17：2020 年全球金属软磁粉芯行业格局 | 11 |
| 图表 18：国内头部企业软磁业务营收快速增长 | 11 |
| 图表 19：软磁领域国内布局企业较少 | 12 |
| 图表 20：东睦科达为 SMC 行业领先厂商 | 12 |
| 图表 21：公司历年 SMC 板块营业收入 | 13 |
| 图表 22：国内软磁领域头部企业产能对比（万吨） | 13 |
| 图表 23：东睦软磁产品单价较高（万元/吨） | 14 |
| 图表 24：东睦与铂科毛利率有望进一步缩小 | 14 |
| 图表 25：MIM 技术工艺具有多重优势 | 14 |

| | |
|------------------------------|----|
| 图表 26: MIM 产品下游应用领域广泛 | 14 |
| 图表 27: 中国 MIM 行业历年市场规模 | 15 |
| 图表 28: 2020 年中国 MIM 行业下游应用领域 | 15 |
| 图表 29: 全球历年智能手机出货量 (百万台) | 15 |
| 图表 30: 全球历年电脑出货量 (百万台) | 15 |
| 图表 31: 全球智能穿戴设备出货量预测 (亿台) | 16 |
| 图表 32: 中国汽车销量 (万辆) 及增速预测 | 16 |
| 图表 33: 三星 Galaxy Fold 折叠手机 | 16 |
| 图表 34: 2022 年国内企业折叠屏手机市场份额 | 16 |
| 图表 35: 折叠屏铰链结构示意图 | 17 |
| 图表 36: 折叠屏铰链结构示意图 | 17 |
| 图表 37: 上海富驰处于国内 MIM 供应商第一梯队 | 18 |
| 图表 38: 东莞华晶主要客户 | 18 |
| 图表 39: 富驰研发人员结构 (人) | 19 |
| 图表 40: 上海富驰设备数量 (台) | 19 |
| 图表 41: 折叠手机领域技术专利布局较多 | 19 |
| 图表 42: 粉末冶金工艺性能对比 | 20 |
| 图表 43: 国内粉末冶金行业规模稳步增长 | 21 |
| 图表 44: 2018 年粉末冶金下游应用领域 | 21 |
| 图表 45: 插混汽车销量 (辆) 及增速 | 21 |
| 图表 46: 纯电汽车销量 (辆) 及增速 | 21 |
| 图表 47: 全球历年电动工具出货量及增速 | 22 |
| 图表 48: 东睦股份电动工具领域产品 | 22 |
| 图表 49: 中国历年家电市场零售额及增速 | 22 |
| 图表 50: 东睦股份空调压缩机零件产品 | 22 |
| 图表 51: 国内粉末冶金企业多集中在中低端市场 | 22 |
| 图表 52: 公司 P&S 业务布局具有地域优势 | 23 |
| 图表 53: 公司 P&S 产品丰富 | 24 |
| 图表 54: P&S 业务包含新能源汽车产品 | 24 |
| 图表 55: 公司历年 P&S 板块营业收入 | 25 |
| 图表 56: 东睦股份盈利预测 (百万元) | 26 |
| 图表 57: 绝对估值核心假设表 | 27 |
| 图表 58: 敏感性分析表 | 27 |
| 图表 59: 现金流折现及估值表 | 27 |
| 图表 60: 可比公司估值对比表 | 28 |

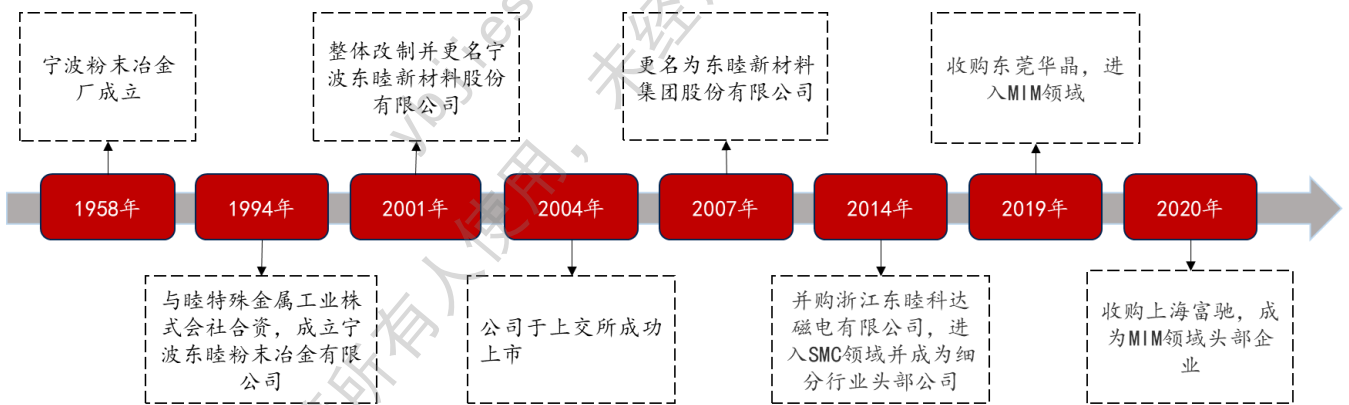
1. 三大主业协同发展

1.1 并购拓展业务领域

P&S、MIM、SMC 为公司三大技术平台。公司利用金属（或非金属）粉末成形技术，从事新材料及其制品的研发、生产、销售及其增值服务，主要技术平台可分为粉末冶金压制成形(P&S)、金属注射成形(MIM)和软磁复合材料(SMC)三大板块。

通过并购实现 P&S、SMC、MIM 业务局面。公司发展主要经历粉末冶金业务阶段，并逐步拓展到软磁材料 SMC 与 MIM 业务。公司借助外资股东的设备和技术，专注于高难度粉末冶金制品的开发，逐步建立国内粉末冶金行业的领先地位，并于 2004 年实现上市。2014 年公司并购浙江东睦科达磁电有限公司，进入 SMC 领域并成为细分行业头部公司。2019 年、2020 年，公司分别并购东莞华晶、上海富驰高科，MIM 业务成为行业前两位。

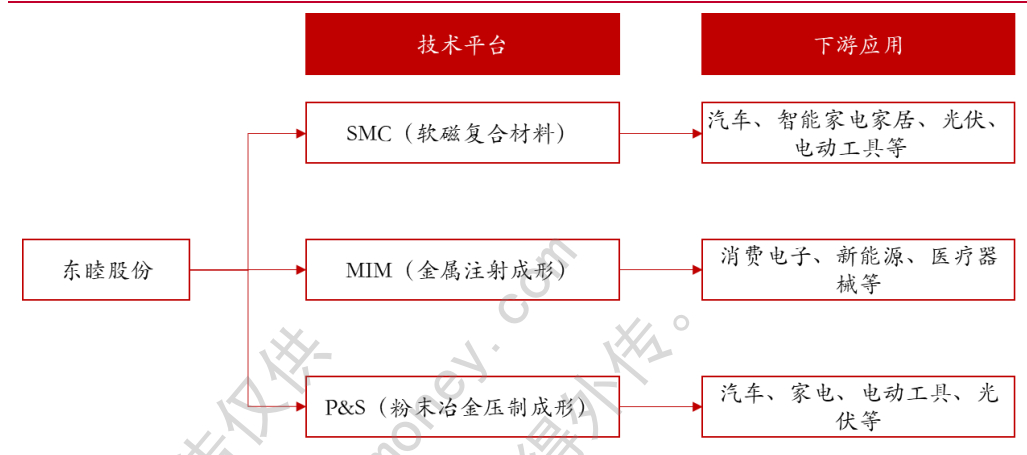
图表 1：公司业务逐步多元化



来源：公司官网，国联证券研究所

公司产品聚焦重点领域。新能源与高端制造领域是目前公司产品的主要销售方向，新能源领域包含光伏、新能源汽车、充电桩、储能、燃料电池等；高端制造领域包含精密消费电子零件及组件、汽车零件、机器人零件、5G 通讯、医疗、电源、高效电机、家电等。

图表 2：公司三大业务板块



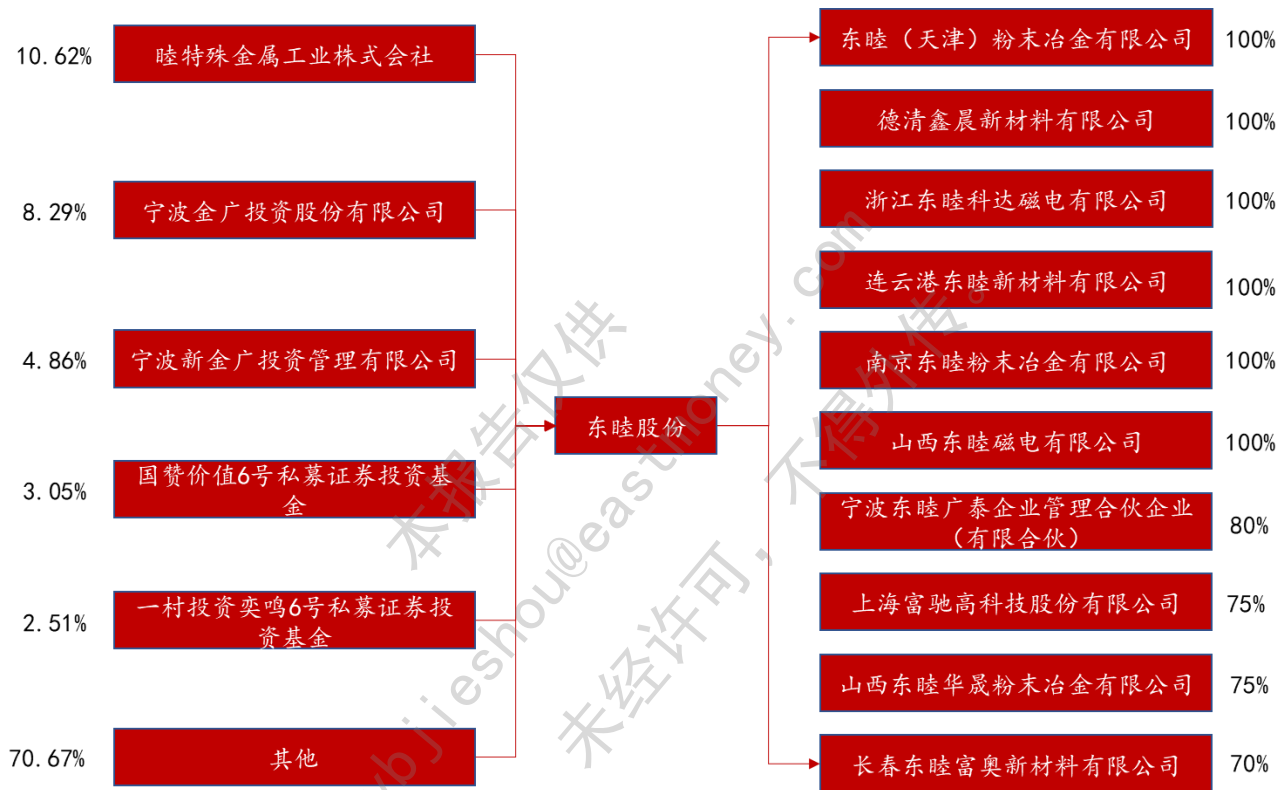
来源：公司官网，公司年报，国联证券研究所

三大技术平台受益于技术协同。公司三大平台不仅能够单独为下游行业提供新材料及增值服务，也可以通过协作同时为多个行业提供服务。P&S 压制技术可以运用到 SMC 复杂形状的制造，MIM 注射技术也可以运用到 SMC 三维复杂零件、精密小件的制造。相较于技术单一的企业，公司通过三大技术平台的协同发展，造就领先于行业的核心竞争力。

三大技术平台受益于客户协同。公司不同板块的部分下游应用领域有重合，因此公司不同业务板块可以共享客户资源，既能够拓展产品应用范围，也能够为客户更加便捷、专业的服务。

三大技术平台受益于管产协同。公司早期积极学习国内外精细管理经验，并在 2007 年就开始导入精益生产，积极推动信息化和工业化深度融合，自主设计和引进世界顶级设备技术，并引进面向现场的 MES、面向产品的 PLM、面向质量的 QMS、面向管理的 IMS、面向成本的 ERP 等信息系统和智能化质量检测系统及装备，全面进入数字化智能工厂时代，实现全流程追溯、快速高效的生产协同和高效的业务协同体系。公司向子公司复制输出该管理模式，全面支撑公司高质量发展。

图表 3：公司股权结构（截至 2023 年一季度）



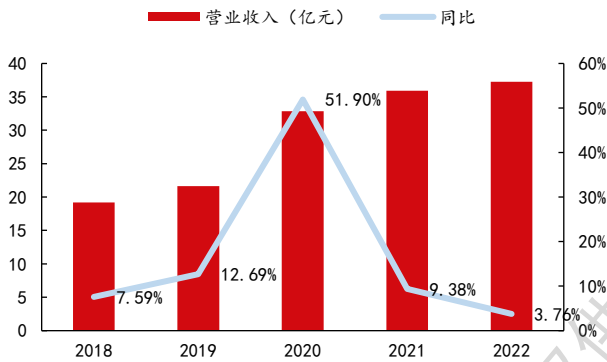
来源：公司季报，Wind，国联证券研究所

公司在全国多地拥有生产基地。目前公司无实际控制人，截至 2023 年 3 月 31 日，持有公司 5%以上的股东为睦特殊金属工业株式会社、宁波金广投资股份有限公司，分别持有公司 10.62%、8.29%。公司在浙江、江苏、广东、山西、吉林、天津、上海等多个省市均有生产基地，有利于公司快速响应客户的需求。

1.2 业绩迎来底部反转

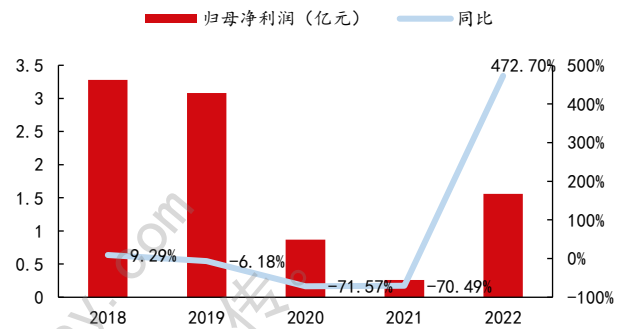
公司业绩迎来反转。2018-2021 年，受大宗原材料价格及国际物流运输成本持续上涨、用工成本不断增加等影响，公司业绩呈现增收不增利。2022 年公司受益于行业景气度提升以及生产管理的优化，叠加软磁产品放量，业绩实现大幅改善。2022 年公司实现营收 37.26 亿元，同比增长 3.76%；实现归母净利润 1.56 亿元，同比增长 472.70%。

图表 4：公司历年营业收入及增速走势



来源：公司年报，国联证券研究所

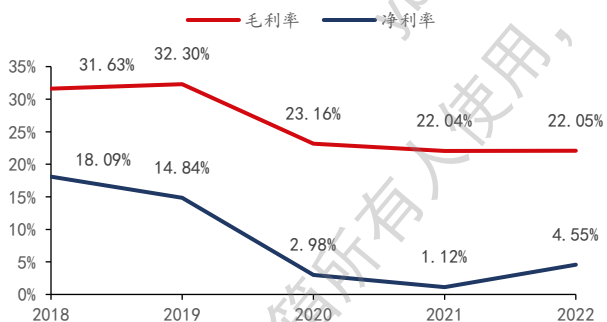
图表 5：公司历年归母净利润及增速走势



来源：公司年报，国联证券研究所

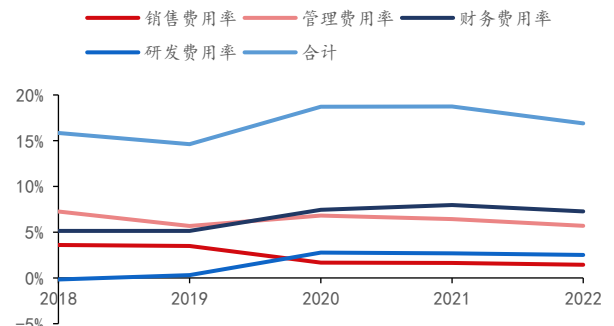
公司盈利能力显著改善。2018-2021 年公司毛利率和净利率呈现下降趋势，主要系加大研发投入以及收购上海富驰导致的费用增加。2022 年公司并购评估增值摊销减少，同时公司通过内部降本措施减少费用支出等多重因素影响，2022 年公司费用率有所降低，盈利能力显著改善。

图表 6：公司历年毛利率及净利率走势



来源：公司年报，国联证券研究所

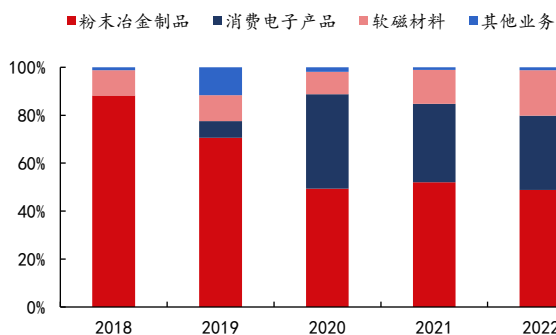
图表 7：公司历年费用率走势



来源：公司年报，国联证券研究所

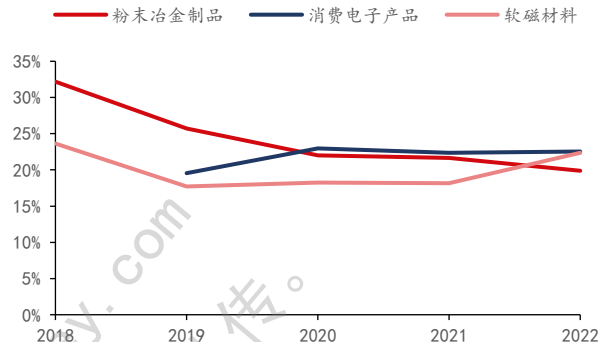
业务布局由单一走向多元化。公司在 2019 年收购东莞华晶和上海富驰后拓展 MIM 技术平台，进一步推进多元化业务布局。2022 年受下游光伏及新能源汽车行业景气度提升影响，软磁材料板块收入高速增长，成为公司业绩增长提供主要动能。公司 MIM 板块毛利率较为稳定，P&S 板块毛利率下降主要系上游原材料价格上涨影响，SMC 板块毛利率显著提升主要系产品放量从而规模化效应进一步凸显所致。

图表 8：公司历年业务结构



来源：Wind，国联证券研究所

图表 9：公司历年各主营业务毛利率走势



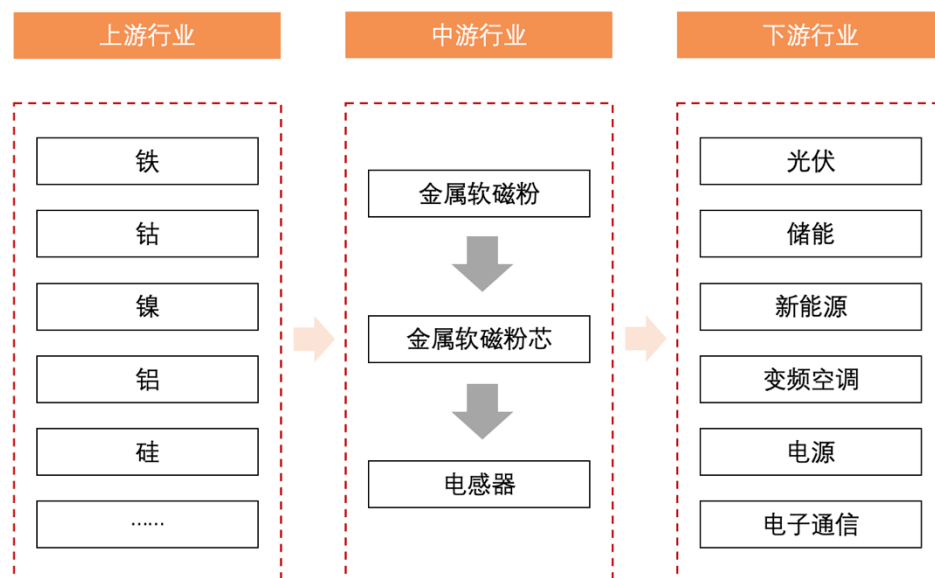
来源：Wind，国联证券研究所

2. SMC：碳中和引领软磁需求

2.1 软磁材料双寡头格局显著

软磁材料应用领域较为广泛。软磁材料是一种容易磁化与退磁的磁性材料，在实际应用中主要起到导磁作用，实现电路的电能参数变换。金属软磁粉芯是以金属软磁合金粉末为原料，以铁氧体制备工艺制作而成，性能受到合金磁粉末成分、尺寸、形状、含量及纯度等指标影响，金属软磁粉芯是制作电感器的主要磁芯部件。金属软磁粉芯上游主要为铁、铝、硅等各类型矿石原料，中游为软磁粉芯制造商，下游主要是光伏、空调、新能源汽车、UPS（不间断电源）、5G 基站、服务器等下游领域。

图表 10：软磁材料产业链

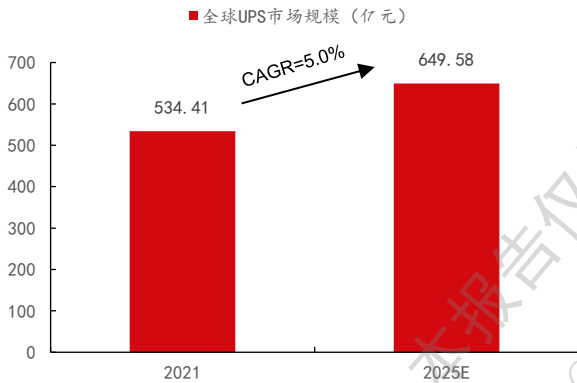


来源：华经产业研究院，国联证券研究所

UPS 行业规模增速稳定，变频空调产量快速提升。分行业来看，2021 年全球 UPS 行业市场规模为 534.41 亿元，华经产业研究院预计 2025 年市场规模将达到

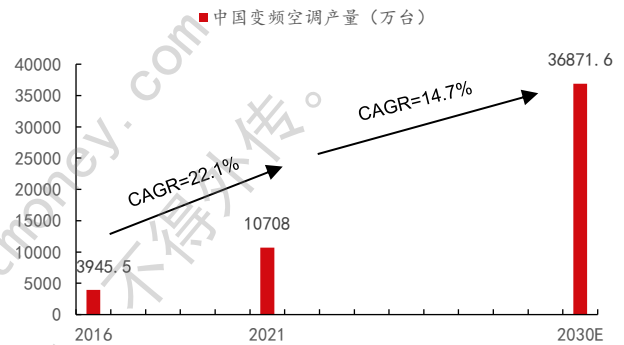
649.58 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 5.0%；2016 年中国变频空调产量为 3945.5 万台，变频空调凭借其节能环保和高效率等优势，2021 年产量已迅速提升至 1.07 亿台，中研网预测 2030 年有望增长至 3.69 亿台，2021-2030 年 CAGR 为 14.7%。

图表 11：全球 UPS 市场规模稳定增长



来源：中国电源协会，华经产业研究院，国联证券研究所

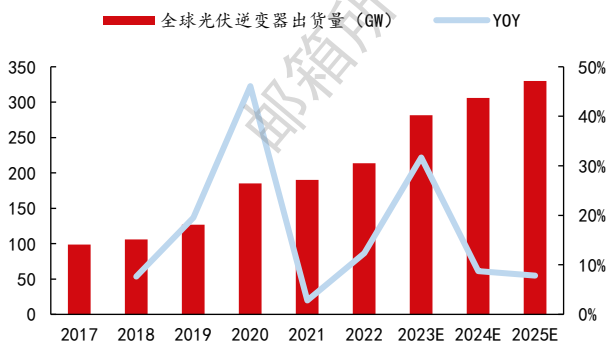
图表 12：国内变频空调产量快速增长



来源：中研网，国联证券研究所

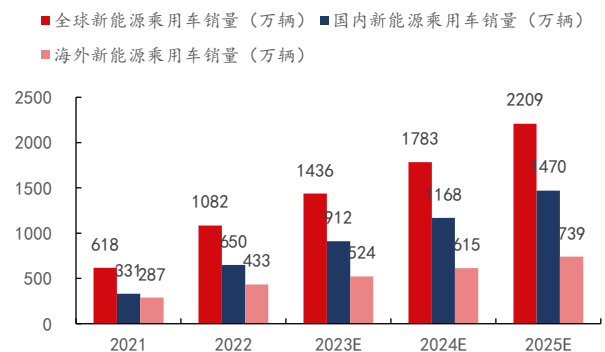
光伏逆变器出货量稳定增长，新能源乘用车持续放量。2022 年全球光伏逆变器出货量为 248.2GW，中国光伏行业协会预测 2025 年有望达到 330GW，2022-2025 年 CAGR 为 9.96%；2022 年全球新能源乘用车销量为 1082 万辆，同比+75.1%。我们预计至 2025 年销量有望达到 2209 万辆，2022-2025 年 CAGR 达到 26.84%，保持较高增速。

图表 13：全球光伏逆变器出货量预测



来源：WoodMackenzie，中商产业研究院，CPIA，国联证券研究所

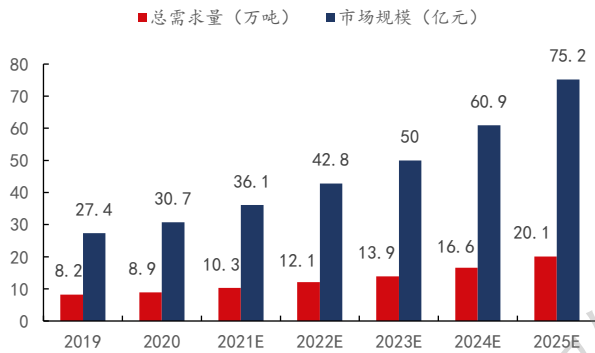
图表 14：全球新能源乘用车销量预测



来源：中汽协，乘联会，国联证券研究所预测

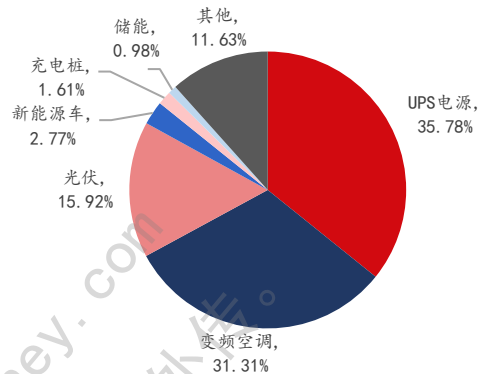
全球金属软磁粉芯市场规模高速增长。2020 年全球金属软磁粉芯需求量为 8.9 万吨，市场规模为 30.7 亿元，华经产业研究院预测 2025 年国内金属软磁粉芯需求量将达到 20.1 万吨，市场规模约为 75.2 亿元，2020-2025 年市场规模 CAGR 为 19.62%，2022-2025 年市场规模 CAGR 为 20.67%。从下游细分领域来看，2020 年 UPS 电源、变频空调、光伏占比较大，分别为 35.78%、31.31%、15.92%，处于高速发展期的新能源汽车行业占比有望进一步扩大。

图表 15: 国内金属软磁粉芯需求量及市场规模



来源: 观研天下, 国联证券研究所

图表 16: 2020 年软磁材料主要应用场景

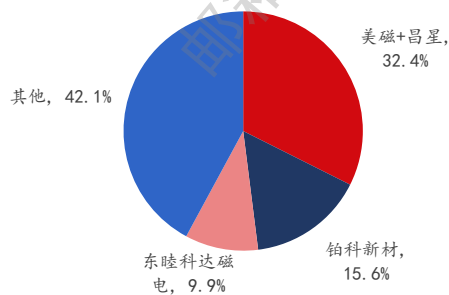


来源: 华经产业研究院, 国联证券研究所

国内软磁领域为双寡头格局。从全球金属软磁粉芯行业市场竞争格局来看, 2020 年美国美磁、韩国昌星合计占比约 32.4%, 国内厂商铂科新材占比 15.6%, 东睦科达占比为 9.9%。国内铂科新材、东睦科达均在大量扩产, 有望进一步扩大市场规模, 巩固国内双寡头格局。

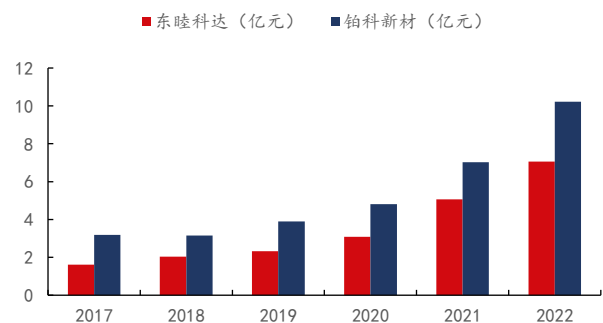
龙头企业业绩高速增长。2017-2022 年, 铂科新材软磁业务营收从 3.18 亿元增长至 10.22 亿元, 5 年 CAGR 为 26.30%, 东睦科达软磁业务营收从 1.61 亿元增长至 7.06 亿元, 5 年 CAGR 为 34.40%, 龙头企业业绩均大幅增长。从公司发展来看, 铂科新材起家于光伏逆变器, 并逐渐向空调变频器、新能源车等扩展; 而东睦科达软磁材料技术最早应用于汽车、空调领域, 并逐渐向光伏领域拓展; 两公司技术各有优势, 国内市场优势互补。

图表 17: 2020 年全球金属软磁粉芯行业格局



来源: 华经产业研究院, 国联证券研究所

图表 18: 国内头部企业软磁业务营收快速增长



来源: 各公司年报, 国联证券研究所

图表 19：软磁领域国内布局企业较少

| 企业名称 | 公司介绍 |
|--------------------------|---|
| Changsung Corp (韩国昌星) | 1980 年成立于韩国，主要从事合金粉末、铁硅磁粉芯的研发、生产。在金属粉末、金属合金磁粉芯、粉末冶金等领域具有一定的技术实力和竞争力。 |
| Magnetics (美磁) | 1949 年成立于美国，是世界上为电子行业中提供元件和材料的主要供应商，磁粉芯包括铁硅铝、高频铁硅铝、钼坡莫合金、高磁通和铁硅合金等磁材。 |
| 铂科新材 | 成立于 2009 年，专注合金软磁粉末、合金软磁磁芯及相关电感元件的研发、生产与销售，拥有合金软磁粉芯产能 3.3 万吨。 |
| 东睦股份 | 成立于 2000 年，主要从事合金粉末、铁粉芯、合金磁粉芯的研发、生产和销售，是国内主要的软磁金属磁粉芯供应商之一，年产量软磁粉芯产能 4.6 万吨。 |
| 横店东磁 | 成立于 1999 年，主要从事磁性材料系列产品、太阳能光伏系列产品和新能源动力电池等研发、生产和销售，拥有软磁金属磁粉芯产能 5000 吨。 |
| 天通股份 | 成立于 1984 年，主要从事软磁材料和磁芯的研发、生产和销售。搭建了行业领先的软磁铁氧体和金属磁粉芯的设计技术平台、工艺技术平台、检测技术平台等。 |

来源：华经产业研究院，国联证券研究所

2.2 国内领先厂商，受益行业景气快速发展

东睦科达为 SMC 行业领先厂商。公司软磁业务实施主体是子公司东睦科达 (KDM)，KDM 成立于 2000 年，经过 20 余年的发展，成为全球屈指可数覆盖从铁粉芯到高性能铁镍磁粉芯等全系列金属磁粉芯的行业领先厂商，目前公司产品广泛应用于高效率开关电源、UPS 电源、光伏逆变器、新能源车载电源、充电桩、高端家用电器等领域。

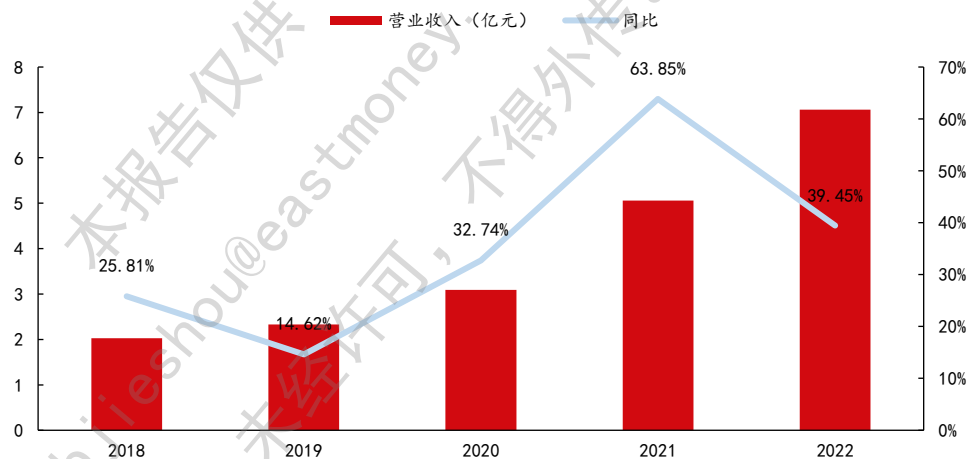
图表 20：东睦科达为 SMC 行业领先厂商



来源：东睦科达官网，国联证券研究所

行业景气度提升助力 SMC 业务增长。公司 SMC 业务快速发展，2022 年公司 SMC 业务实现营收 7.06 亿元，同比增长 39.45%，光伏、新能源汽车行业为公司 SMC 业务提供主要的增长动能。公司已将 SMC 板块明确为最优优先级发展方向，并于 2022 年分别完成了对浙江东睦科达以及德清鑫晨的股权收购，促进 SMC 板块产业链上下游协同发展。未来随着光伏、新能源汽车行业景气度持续提升，公司股权收购后整合举措的进一步强化，SMC 板块的经营业绩有望持续增长。

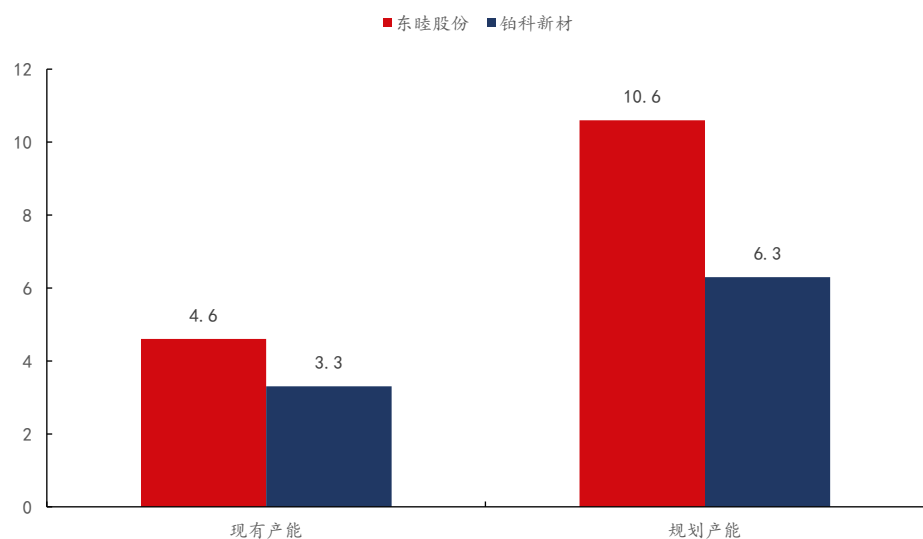
图表 21：公司历年 SMC 板块营业收入



来源：公司年报，国联证券研究所

行业景气度提升助力 SMC 业务增长。下游光伏、新能源车等高景气度行业快速发展，软磁需求也随之攀升。针对需求的快速增长，公司目前正于山西东睦建设 6 万吨软磁产能，其中 0.6 万吨已现行投产，叠加浙江东睦拥有 4 万吨产能，目前产能为 4.6 万吨，远期有望达到 10.6 万吨，显著高于铂科新材。产能的提前布局有利于公司充分享有行业增长带来的业绩红利。

图表 22：国内软磁领域头部企业产能对比 (万吨)

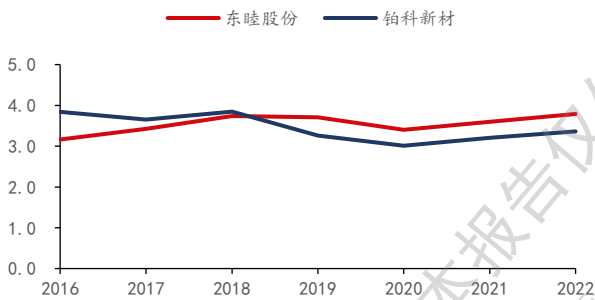


来源：各公司年报，各公司公告，国联证券研究所

原材料逐步自供，毛利率有望对标铂科新材。从软磁的售价来看，目前东睦股份

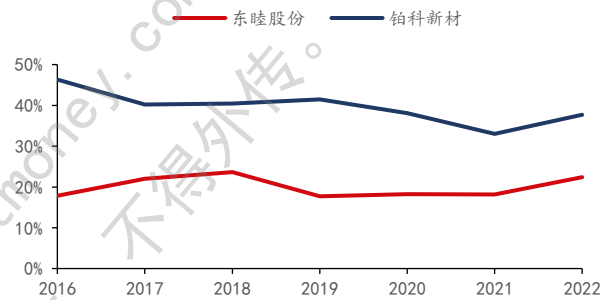
售价高于铂科新材的售价，主要系东睦汽车业务占比较多，而铂科光伏占比较大；毛利率对比来看，2022年铂科新材毛利率为37.72%，而东睦为22.38%，主要系铂科原材料自供。长期来看，随着公司入股德清鑫晨，软磁粉末自给率逐渐提高，公司毛利率有望与铂科对标。

图表 23：东睦软磁产品单价较高（万元/吨）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 24：东睦与铂科毛利率有望进一步缩小



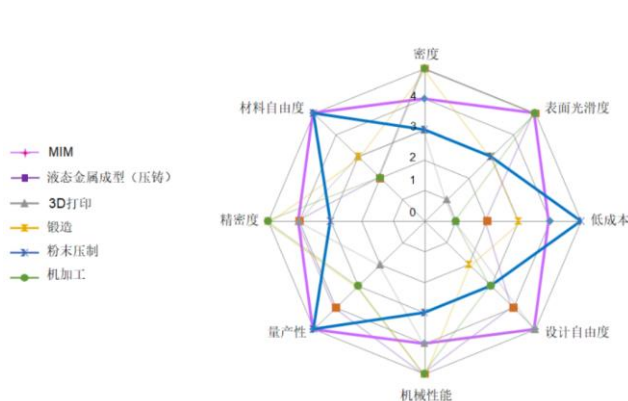
来源：Wind，国联证券研究所

3. MIM：收购优质企业把握行业发展趋势

3.1 折叠屏手机打开 MIM 市场天花板

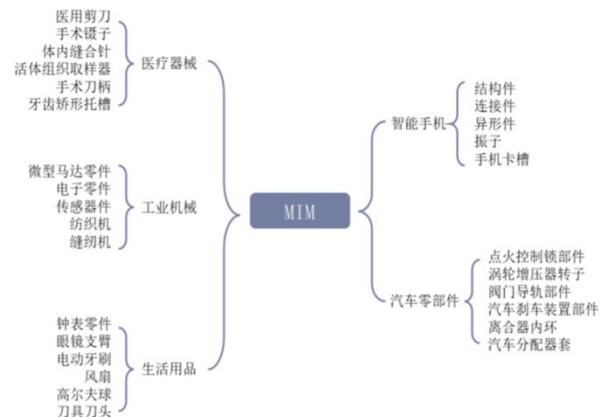
金属注射成形技术（MIM）是粉末冶金的一种工艺技术，该工艺主要以金属粉末等为原料，用“成形+烧结”的方法制造材料与制品，是一种以较低成本生产复杂部件的近成形工艺。MIM 技术工艺与传统工艺相比，具有精度高、组织均匀、性能优异、批量化程度高等特点。目前，世界各地 MIM 应用已经广泛应用于汽车、电子产品、医疗器械、消费品等诸多领域。

图表 25：MIM 技术工艺具有多重优势



来源：微信公众号-降本设计，国联证券研究所

图表 26：MIM 产品下游应用领域广泛

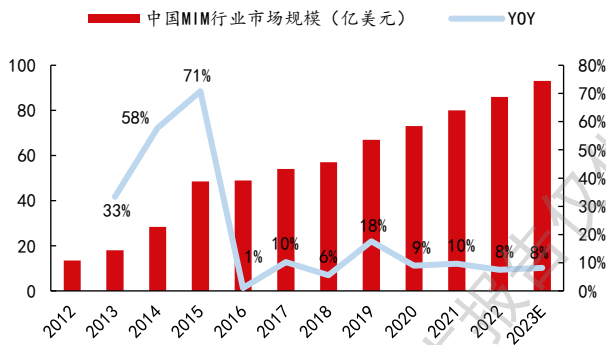


来源：华经产业研究院，国联证券研究所

MIM 行业规模增速较为平稳。2012-2022 年，中国 MIM 行业市场规模从 13.5 亿美元增至 86 亿美元，年复合增速达到 20.34%。行业经历了 2012-2015 年高增速之

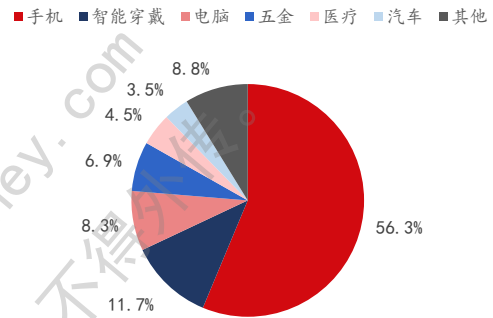
后进入稳步增长阶段，2020 年受宏观环境影响增速有所放缓。从 MIM 制品下游应用领域分布来看，2020 年手机占比 56.3%，智能穿戴 11.7%，电脑 8.3%，医疗 4.5%，汽车 3.5%，手机行业占据最大份额。

图表 27：中国 MIM 行业历年市场规模



来源：中商产业研究院，共研网，国联证券研究所

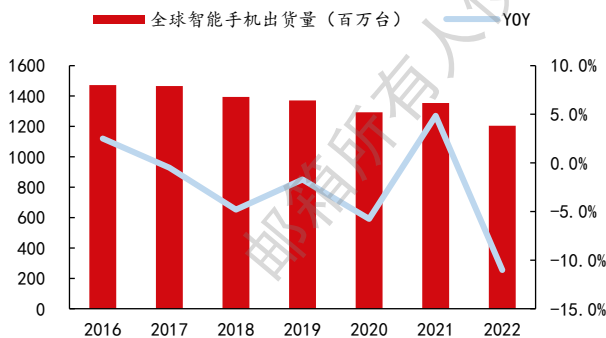
图表 28：2020 年中国 MIM 行业下游应用领域



来源：华经产业研究院，国联证券研究所

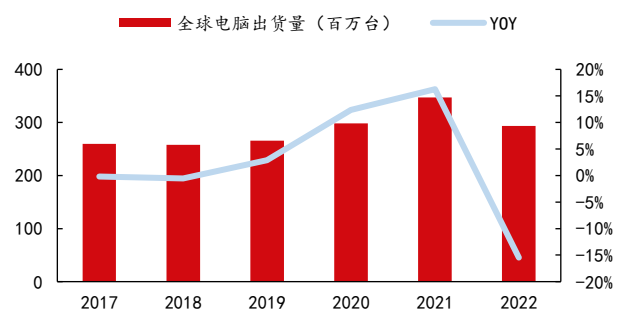
下游应用市场景气度有望提升。由于宏观环境影响，智能手机、个人电脑、可穿戴设备、汽车等诸多消费市场均收到不同程度的影响。随着行业新品的推出以及消费政策的落实，MIM 市场下游景气度有望提升，其中可穿戴设备行业保持高速增长。

图表 29：全球历年智能手机出货量 (百万台)



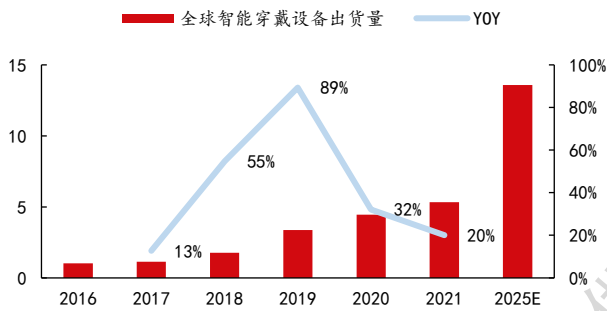
来源：IDC, Wind, 国联证券研究所

图表 30：全球历年电脑出货量 (百万台)



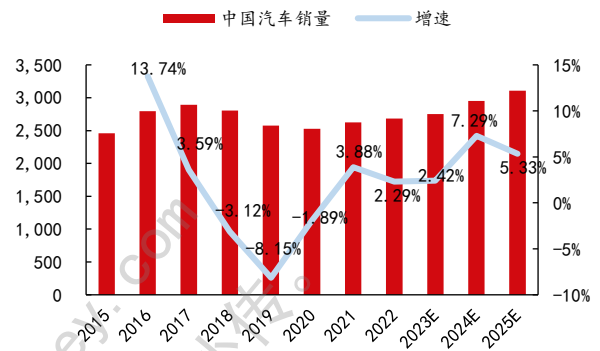
来源：IDC, Wind, 国联证券研究所

图表 31: 全球智能穿戴设备出货量预测 (亿台)



来源: 华经产业研究院, 国联证券研究所

图表 32: 中国汽车销量 (万辆) 及增速预测



来源: 中汽协, 乘联会, 国联证券研究所预测

➤ 折叠屏手机铰链带来市场规模增长新动能

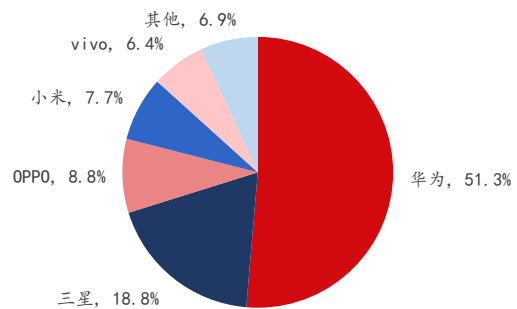
三星引领折叠屏手机行业趋势。随着智能手机产品同质化, 手机形态的创新成为了厂商刺激消费者需求的途径之一, 兼顾便携性和大屏幕的折叠屏手机正在高端市场快速放量。2019年2月三星发布了行业首款大规模量产的折叠屏手机 Galaxy Fold, 之后华为、OPPO、小米等企业纷纷跟进, 推出各自的折叠屏手机产品, 其中华为在2022年以51.3%的市场份额稳居国内折叠屏手机龙头地位。折叠屏手机有望为智能手机市场打开新的增长空间。

图表 33: 三星 Galaxy Fold 折叠手机



来源: 三星官网, 国联证券研究所

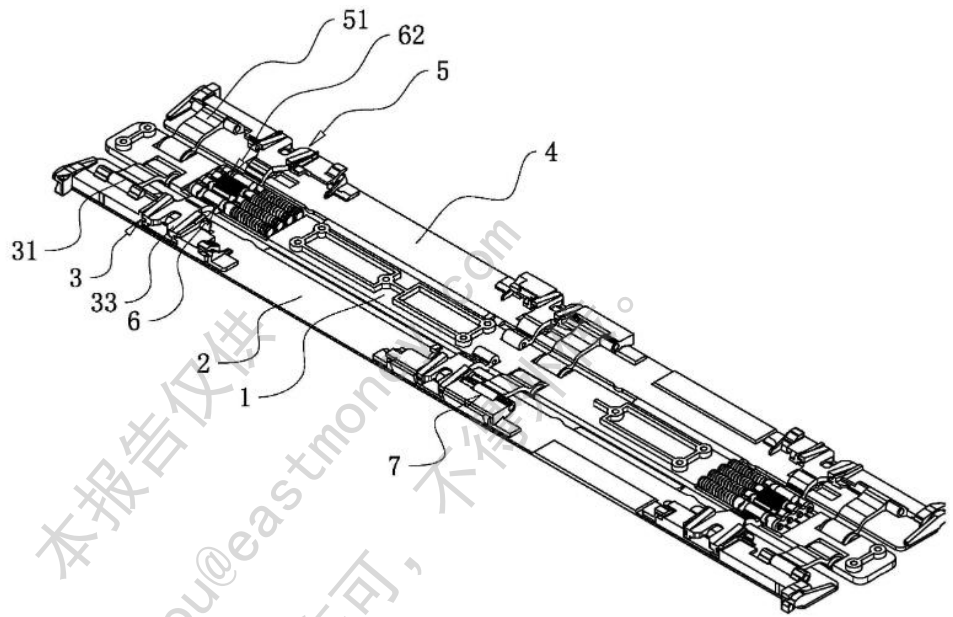
图表 34: 2022 年国内企业折叠屏手机市场份额



来源: 艾瑞咨询, 国联证券研究所

折叠手机相比传统智能手机主要有以下几个技术难点: 1) 全柔性屏: 需要使用不同于传统的固定曲面屏, 无法使用玻璃材质, 只能选择高分子材料, 技术难度更高; 2) 铰链工艺: 新生部件, 结构复杂, 难度不亚于全柔性屏, 需要贴合柔性屏设计、研发, 当前折叠屏手机使用液态金属材料结合金属注射成型 (MIM) 技术进行加工; 3) 软硬件适配等。折叠手机铰链不存在于传统直板手机, 是一套新的部件, 需要从头研发, 难度非常大, 价值量也非常高。

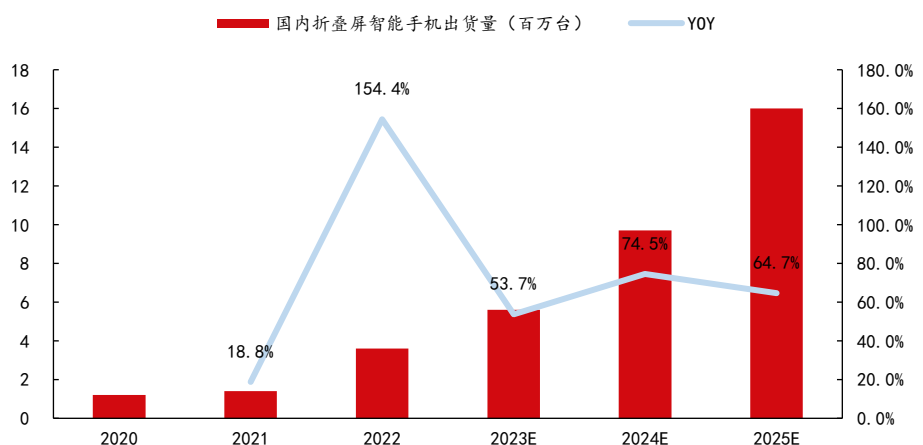
图表 35: 折叠屏铰链结构示意图



来源:《一种折叠屏转轴》(上海富驰高科技股份有限公司), 国联证券研究所

2022-2025 年国内折叠屏手机出货量 CAGR 预计为 64.41%。根据 CINNO Research 数据, 折叠屏手机目前呈现价格快速下降的态势, 2023 年 1 月国内折叠屏手机市场中 15000 元以上的产品占比为 12%, 同比-26pct, 10000-14999 元的产品占比为 7%, 同比-5pct, 5000-9999 元的产品占比为 81%, 同比+31pct, 价格下降有利于产品出货量的快速提升。艾瑞咨询测算 2025 年国内折叠屏手机出货量有望达到 1600 万台, 2022-2025 年 CAGR 为 64.41%。

图表 36: 国内折叠屏智能手机出货量预测 (百万台)



来源: 艾瑞咨询, 国联证券研究所

国内供应商分为三大梯队, 精研、富驰大幅领先。目前国内 MIM 厂商超过 300 多家, 大多为中小厂商, 主要分布在华东、华南。按照收入规模可以分为三个梯队, 第一梯队年收入 2 亿元以上, 数量不超过 10 家, 主要包括富士康集团、台湾晟铭电子、中南集团、精研科技、上海富驰。第二梯队年收入在 0.5-2 亿元, 具备一定研发

能力。第三梯队年收入 0.5 亿元以下，研发能力较弱，主要承接第一、二梯队的外发订单或小规模客户订单。

图表 37：上海富驰处于国内 MIM 供应商第一梯队

| | 收入规模 | 特征 | 代表企业 |
|------|-------------------------|--|-----------------------------|
| 第一梯队 | 收入规模 2 亿元以上, 数量不超过 10 家 | 具有较强的技术研发能力, 并拥有丰富的 MIM 产品规模化生产经验, 形成较强的市场竞争力, 主要服务的客户群体为国际品牌或国内知名品牌企业 | 富士康集团、台湾晟铭电子、中南集团、精研科技、上海富驰 |
| 第二梯队 | 收入规模 0.5-2 亿元 | 具备一定的技术研发能力, 并初步形成规模化生产能力, 客户数量较少, 主要为国内品牌企业配套 MIM 零部件产品, 竞争实力明显弱于第一梯队企业 | / |
| 第三梯队 | 收入规模 0.5 亿元以下 | 整体技术研发能力较弱, 进行中小批量的 MIM 产品生产, 开发客户的能力薄弱, 主要承接第一、二梯队的外发订单或部分小规模客户订单 | / |

来源：精研科技招股说明书、国联证券研究所

3.2 收购优质企业切入 MIM 赛道

布局 MIM 行业拓展业务版图。公司早在 2003 年就关注研究 MIM 行业的最新趋势，2014 年起陆续考察 MIM 产业相关公司，2019 年收购客户资源较为丰富的东莞华晶切入 MIM 业务，2020 年公司战略收购上海富驰并进入华为折叠屏手机供应链，继续扩大 MIM 业务的布局，逐渐进入全球 MIM 行业第一梯队。

图表 38：东莞华晶主要客户



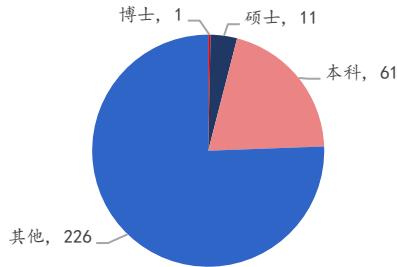
来源：东莞华晶官网，国联证券研究所

研发团队实力过硬。上海富驰研发团队经验丰富，研发团队由 299 人组成，本科及以上学历 73 人，高级职称 5 人，中级职称 9 人，初级职称 7 人。上海富驰已取得发明专利 2 项，实用新型专利 32 项，软件著作权 6 项，掌握 47 种以上材质 MIM 工艺，为客户在前期设计阶段提供有效的技术支持，满足客户要求。

MIM 生产设备齐全。上海富驰现拥有注射生产线 12 条，产能 12 亿件/年；拥有注射成型机 350 余台、溶剂脱脂设备 48 台、催化脱脂设备 28 台、真空烧结设备 78

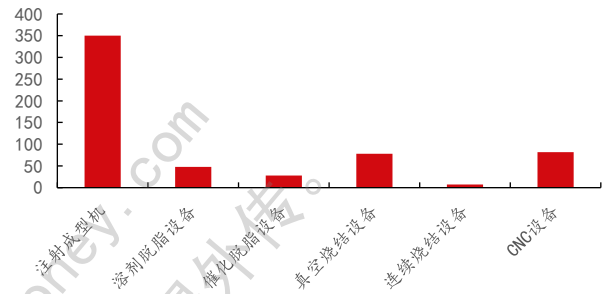
台，连续烧结设备 7 条、CNC 设备 82 台，并设有内部自主研发的模具房。

图表 39：富驰研发人员结构（人）



来源：上海富驰官网，国联证券研究所

图表 40：上海富驰设备数量（台）



来源：上海富驰官网，国联证券研究所

深度布局折叠手机相关专利。根据富驰高科专利情况来看，公司自 2018 年就已经申请了折叠手机相关专利，截至 2023 年 3 月，公司现有 12 项折叠手机专利，均为实用新型专利。从布局时间来看，全球第一款折叠屏手机是柔宇科技 2018 年 10 月 31 日推出的 FlexPai，公司最早申请的专利是 2018 年 11 月 8 日，公司是全球最早布局折叠手机专利的零部件制造商之一，领先业内。

图表 41：折叠手机领域技术专利布局较多

| 序号 | 专利名称 | 授权公告日 | 申请日 | 专利类型 |
|----|---------------------|------------|------------|------|
| 1 | 一种折叠屏转轴 | 2022/7/5 | 2021/7/20 | 实用新型 |
| 2 | 一种折叠屏安装结构 | 2022/1/4 | 2021/7/24 | 实用新型 |
| 3 | 一种柔性屏的安装结构 | 2021/11/16 | 2021/4/2 | 实用新型 |
| 4 | 一种柔性屏折叠设备 | 2021/11/2 | 2021/4/2 | 实用新型 |
| 5 | 一种内折柔性屏的折叠结构 | 2021/10/15 | 2021/4/2 | 实用新型 |
| 6 | 一种柔性屏的支撑框架 | 2021/10/15 | 2021/4/2 | 实用新型 |
| 7 | 一种柔性屏手机转轴齿轮件用烧结支撑板 | 2021/5/7 | 2020/8/14 | 实用新型 |
| 8 | 一种折叠式手机的转轴结构以及折叠屏手机 | 2020/12/29 | 2019/11/14 | 实用新型 |
| 9 | 一种柔性屏幕的折叠机构 | 2019/11/15 | 2018/11/8 | 实用新型 |
| 10 | 一种柔性屏幕的链式铰链 | 2019/8/27 | 2018/11/8 | 实用新型 |
| 11 | 一种柔性屏幕的弯曲机构 | 2019/8/9 | 2018/11/8 | 实用新型 |
| 12 | 一种柔性屏幕的同步滑动铰链机构 | 2019/8/9 | 2018/11/8 | 实用新型 |

来源：CNIPA，国联证券研究所整理

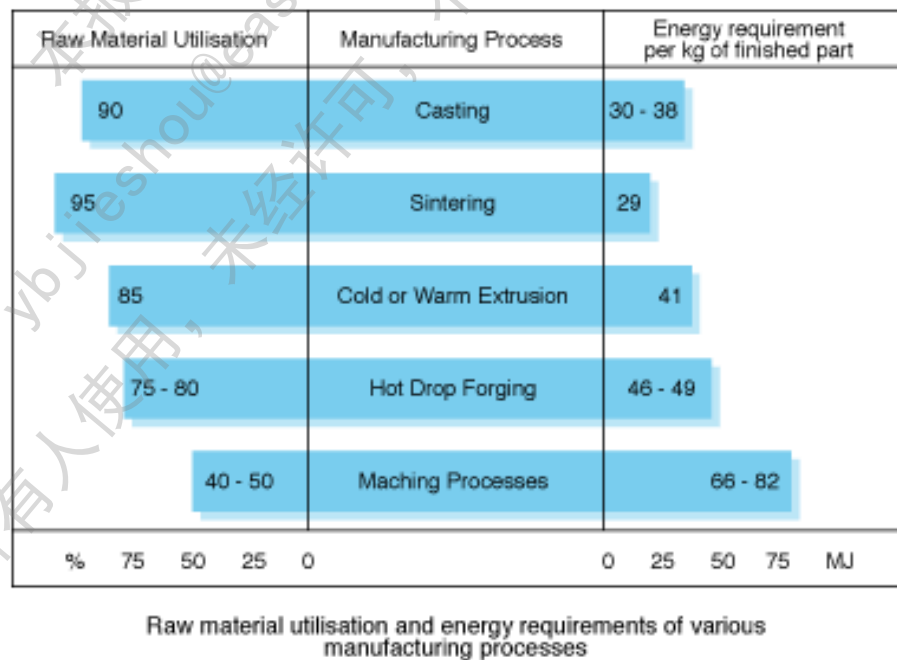
积极优化 MIM 产能布局。公司拓展 MIM 连云港、华南生产基地，缓解上海基地生产成本过高压力。公司 MIM 板块将形成以上海富驰为 MIM 产业的研发中心、营销中心及生产制造示范中心；低成本、大型现代化的连云港 MIM 生产基地；构建高品位、贴近产业链、大型现代化的华南 MIM 产业基地的 MIM 产业三大基地布局。公司将随着客户的生产基地认证、项目实际和新设基地的工程提升情况，加大产能转移力度，提升 MIM 业务经营成果。

4. P&S：粉末冶金龙头受益行业复苏

4.1 粉末冶金头部企业份额有望提升

粉末冶金具有多重优势。粉末冶金是以金属粉末为原料，通过成形、烧结等加工方法，制造高精度、高强度金属材料、复合材料以及各种类型制品的工艺技术。粉末冶金方法相比于其他冶金方法，适用于难熔金属和小尺寸精密结构件。从性能上看，具有材料致密度、均匀性能好的特点；节材，成型效率很高、节能、绿色，且适用于难熔金属的冶炼；从经济性看，粉末冶金的原材料利用率更高、能耗更低，经济型更好。

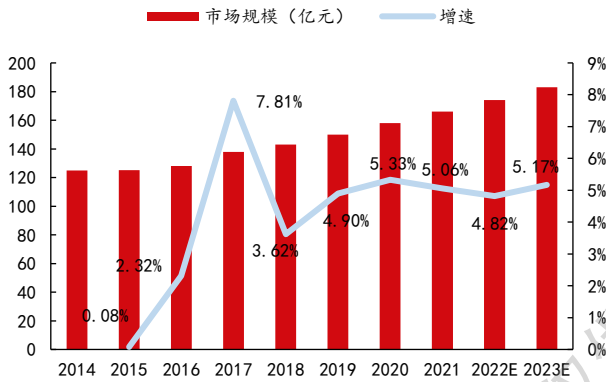
图表 42：粉末冶金工艺性能对比



来源：EPMA，国联证券研究所

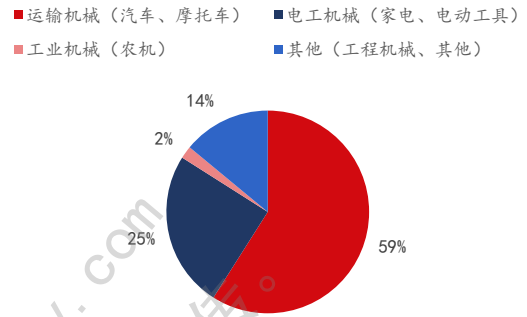
市场规模稳步增长，车用零部件占比最高。根据中国粉末冶金协会，2014-2021年中国粉末冶金市场规模从125亿元增至165.8亿元，预计至2023年中国粉末冶金市场规模将达到183亿元，2021-2023年CAGR为5%。从2018年下游应用占比来看，汽车和摩托车占比最高，为59%；电工机械、工业机械占比分别为25%、2%。

图表 43：国内粉末冶金行业规模稳步增长



来源：中国粉末冶金协会，华经产业研究院，国联证券研究所

图表 44：2018 年粉末冶金下游应用领域

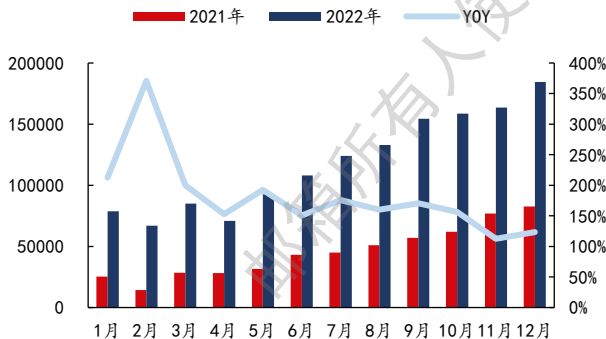


来源：华经产业研究院，国联证券研究所

➤ 需求端：车市结构性变化催生新需求，产品应用领域不断拓宽

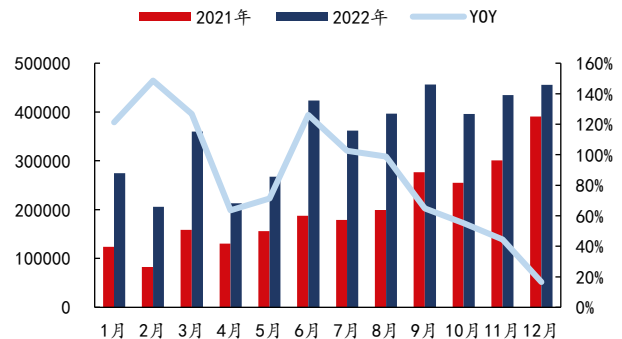
车市结构性变化催生新需求。汽车领域所使用粉末冶金压制工艺的产品多用于汽车的发动机、变速箱等部件。2022 年插混汽车零售 142.0 万辆，同比+160.5%，虽然近年来燃油车销量有所下滑，但混动车辆销量的高速增长仍能支撑发动机、变速箱产品对于粉末冶金工艺产品的需求。2022 年纯电车辆零售 525.5 万辆，同比+74.2%，纯电车辆销量的高增也带动了高效电机对于粉末冶金压制工艺产品需求的提升。

图表 45：插混汽车销量 (辆) 及增速



来源：乘联会，国联证券研究所

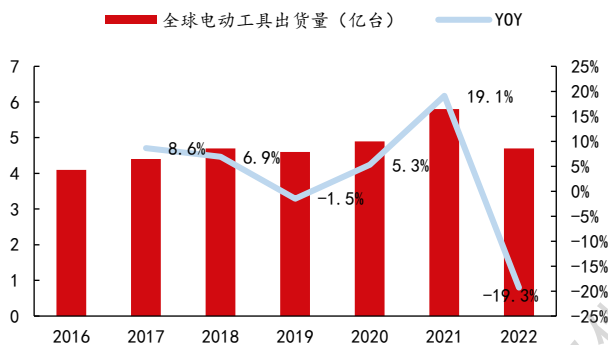
图表 46：纯电汽车销量 (辆) 及增速



来源：乘联会，国联证券研究所

粉末冶金应用领域较多。除了汽车领域外，家电及电动工具也是粉末冶金工艺产品的重要应用领域，主要产品为空调压缩机零件、冰箱压缩机零件、电动工具配件等结构件产品。受宏观环境影响，电动工具及家电行业需求下滑。随着疫情防控措施的优化，下游需求有望改善。除汽车外，P&S 技术平台在家电、电动工具领域的产品应用也有助于支持业务的持续发展。

图表 47：全球历年电动工具出货量及增速



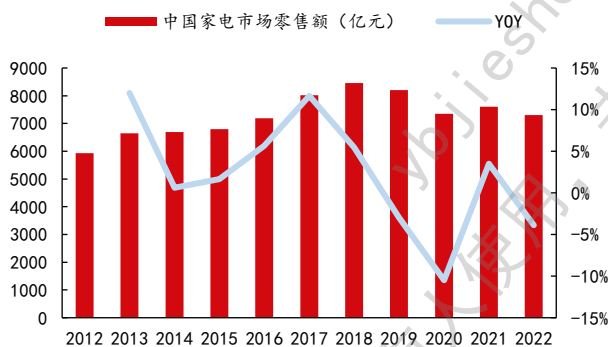
来源：EVTank, 伊维智库, 国联证券研究所

图表 48：东睦股份电动工具领域产品



来源：公司官网, 国联证券研究所

图表 49：中国历年家电市场零售额及增速



来源：AVC, 华经产业研究院, 中国家用电器研究院, 国联证券研究所

图表 50：东睦股份空调压缩机零件产品



来源：公司官网, 国联证券研究所

供给端：低端市场竞争严重，头部企业份额有望提升

中国粉末冶金行业市场分化严重。中国粉末冶金行业呈现两极分化的市场格局，低端粉末冶金市场进入壁垒低，产品同质化严重，市场参与者主要为中国中小企业；高端市场对产品性能要求高，具有较高壁垒，市场参与者主要有英国 GKN、日本住友、日本日立等国外先进企业及东睦股份、江苏鹰球、重庆华孚等少数中国领先企业。

粉末冶金行业头部企业份额有望提升。我们认为缺乏资金支持、不具备自主研发能力、产品性能无法满足客户要求的企业将逐渐被市场淘汰，市场份额将逐步集中在具备产能、技术优势的企业，头部企业市占率预计提升。

图表 51：国内粉末冶金企业多集中在中低端市场

| 企业类型 | 企业名称 | 竞争优势 |
|--------|------|---|
| 国际龙头企业 | GKN | 世界上最大金属粉末冶金制造企业，约占全球粉末冶金市场份额的 17%，粉末冶金业务由 GKN Sinter Metals 和 Hoeganaes 两部分组成，分别为世界领先的精密汽车零部件制造商和世界最大的金属粉末制造商 |
| | 日本住友 | 业务范围广泛，主要包括硬质合金、粉末冶金零件、粉末冶金轴承、粉末冶金磁性材料、热管理材料、陶瓷和金刚石工具等产品，全球布局完善，约占全球市场份额的 8% |
| | 日本日立 | 主要业务领域为功能材料和先进制品与系统，日立化工（中国）子公司遍布中国沿海地 |

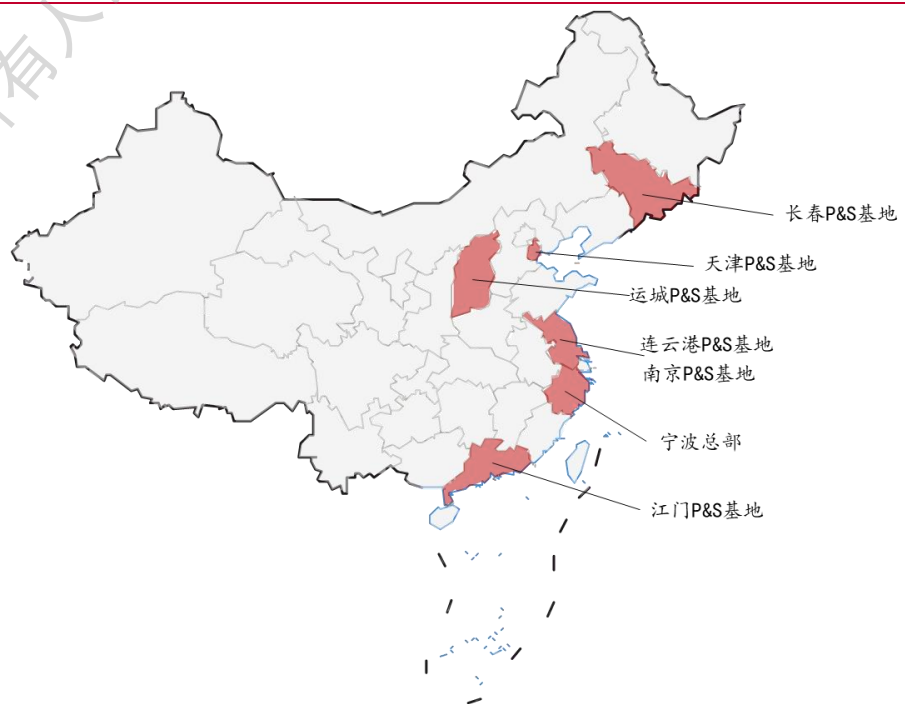
| | | |
|--------|-------|--|
| | | 区，生产的粉末冶金零部件主要应用于汽车发动机零件和马达电机含油轴承，约占全球市场份额的5% |
| 本土龙头企业 | 东睦股份 | 中国第一批从事粉末冶金零部件生产的大型上市公司，拥有整套先进粉末冶金生产技术和设备，具备开发和生产各种粉末冶金模具和粉末冶金零部件的能力 |
| | 扬州保来得 | 由香港保来得及扬州粉末冶金厂共同合资成立的大型粉末冶金制造厂，拥有先进厂房及技术，可以为各大企业工厂提供优质产品及配套服务 |
| | 江苏鹰球 | 专业从事粉末冶金含油轴承、结构零件、不锈钢零件、金属粉末注射成型零件、软磁铁氧体磁芯的研发与生产，拥有先进的粉末冶金制造设备和检测仪器 |
| | 重庆华孚 | 专业生产各种中、高强度粉末冶金零件的制造商，现已形成粉末冶金制品年生产能力2万吨，成功研发和制造了500多种汽车零部件产品 |
| | 上汽粉末 | 中国成立较早的粉末冶金制造企业，具有超过25年为汽车行业配套服务的经验，是中国较大的汽车类粉末冶金零部件制造和供应商 |

来源：头豹研究院，国联证券研究所

4.2 行业复苏带动业绩改善

公司P&S业务在全国多地均有布局。根据“专业化生产，就近配套”和“分别定位，资源协同”的原则，公司在浙江宁波、江苏南京、江苏连云港、山西运城、天津、广东江门、吉林长春均建设了生产基地，快速响应临近客户的需求，为客户提供便捷、专业的优质服务。

图表 52：公司P&S业务布局具有地域优势



来源：公司官网，公司年报，国联证券研究所

汽车粉末冶金零件产品种类丰富。公司可提供多类汽车粉末冶金零件，其中汽车底盘中有减振器零件、导向器、活塞和低阀座；制动系统中有ABS传感器、刹车片等；泵类零件主要有燃油泵、机油泵和变速器泵中关键零部件；发动机中有导管、座

圈、连杆、轴承座、可变气门正时系统 (VVT) 关键零部件和排气管支座等；变速器中有同步毂和行星齿轮架等零件。

图表 53：公司 P&S 产品丰富



来源：公司官网，国联证券研究所

P&S 板块结构性改变，由传统汽车向电动化、智能化布局。公司 2016 年“年新增 12000 吨汽车动力系统及新能源产业粉末冶金新材料技术改造项目”包括汽车动力系统粉末冶金零件和新能源产业粉末冶金零件两部分，通过此项目，公司 P&S 板块结构出现变化，并在后续与特斯拉等新能源车零部件中提供相应产品。

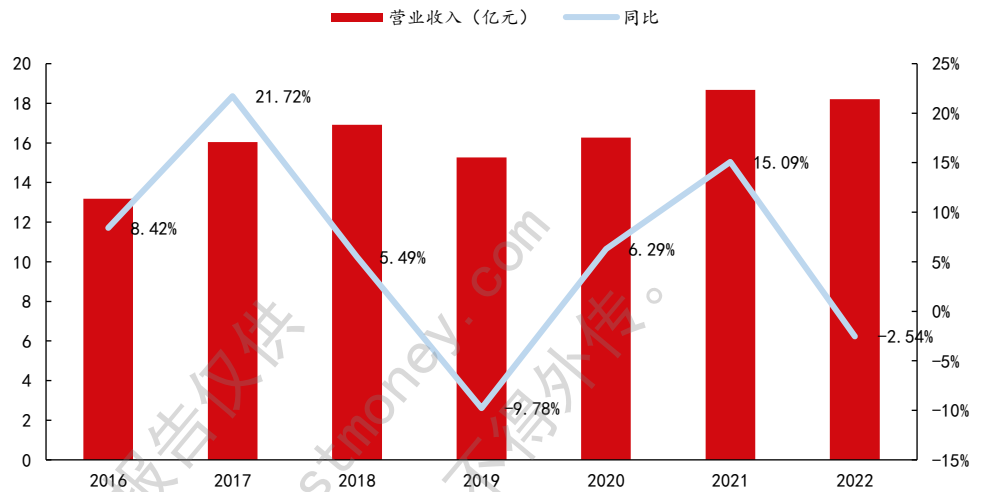
图表 54：P&S 业务包含新能源汽车产品

| 项目 | 主要产品 |
|--------------|-------------------------------------|
| 汽车动力系统粉末冶金零件 | 汽车发动机零件 变速箱零件 |
| 新能源车产业粉末冶金零件 | 电动汽车用零件 电动汽车高效电机等用的磁性材料和燃料电池连接板等 |

来源：公司公告，国联证券研究所

产业复苏带动 P&S 板块业绩改善。P&S 板块业绩受汽车行业景气度影响较大。2022 年公司 P&S 板块营收 18.20 亿元，同比下降 2.54%，主要系宏观环境影响长三角地区的客户供应链。随着各地汽车促消费政策的不断落地以及行业新品迭出，汽车产业有望复苏，拉动粉末冶金零件使用量，公司 P&S 板块业绩预计迎来修复。

图表 55：公司历年 P&S 板块营业收入



来源：公司年报，国联证券研究所

5. 盈利预测

公司的主营业务主要来自 P&S、SMC 和 MIM 三大板块。其中 P&S 业务有望受益于混动汽车的快速增长以及家电和电动工具的需求复苏；SMC 板块业务受益于下游行业景气以及公司产能、技术优势，预计营收将快速增长；MIM 业务受到终端需求、公司厂房搬迁影响，业绩有所下滑，但是公司改善经营、整合并购公司后，毛利率有望提升。在公司三大平台的协同发展下，公司业绩有望持续增长。

核心假设 1：结合下游需求恢复情况以及公司产能投放节奏，我们预计 2023/2024/2025 年 P&S 业务销售量分别为 4.90/5.00/5.10 万吨，SMC 业务销售量分别为 3.05/4.54/5.76 万吨，MIM 业务销售量分别为 4.90/5.07/5.20 亿件。

核心假设 2：考虑到公司管理效率的提升以及产量提升带来的规模效应，我们预计 2023/2024/2025 年 P&S 业务毛利率分别为 20.59%/20.62%/20.66%，SMC 业务毛利率分别为 29.72%/30.06%/30.20%，MIM 业务毛利率分别为 23.55%/23.92%/24.07%。

图表 56：东睦股份盈利预测（百万元）

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入合计 | 3591.34 | 3726.34 | 4037.71 | 4718.95 | 5311.14 |
| yoy | 9.38% | 3.76% | 8.36% | 16.87% | 12.55% |
| 毛利率 | 22.04% | 22.05% | 24.61% | 25.43% | 25.95% |
| P&S 业务 | | | | | |
| 收入 | 1867.63 | 1820.16 | 1877.80 | 1935.45 | 1991.92 |
| YOY | 15.09% | -2.54% | 3.17% | 3.07% | 2.92% |
| 毛利率 | 21.64% | 19.88% | 20.59% | 20.62% | 20.66% |
| MIM 业务 | | | | | |
| 收入 | 1176.96 | 1154.27 | 1080.15 | 1157.08 | 1221.59 |
| YOY | -8.83% | -1.93% | -6.42% | 7.12% | 5.57% |
| 毛利率 | 22.38% | 22.55% | 23.55% | 23.92% | 24.07% |
| SMC 业务 | | | | | |
| 收入 | 505.92 | 705.52 | 1025.00 | 1563.45 | 2025.20 |
| YOY | 63.85% | 39.45% | 45.28% | 52.53% | 29.53% |
| 毛利率 | 18.16% | 22.38% | 29.72% | 30.06% | 30.20% |
| 其他业务 | | | | | |
| 收入 | 40.83 | 46.39 | 54.76 | 62.97 | 72.42 |
| YOY | -32.97% | 13.62% | 18.04% | 15.00% | 15.00% |
| 毛利率 | 78.84% | 89.44% | 87.84% | 86.25% | 84.46% |

来源：Wind，国联证券研究所预测

6. 估值与投资评级

6.1 绝对估值法

无风险利率：取十年期国债收益率 2.71%；市场预期回报率：取沪深 300 指数十年平均年化收益率 8.76%；

第二阶段年数及增长率：我们取第二阶段年数为 5 年，增长率为 2.5%；

长期增长率：由于公司业务处于稳定增长的粉末冶金行业，故假设长期增长率为 1.0%；

图表 57：绝对估值核心假设表

| 估值假设 | 数值 |
|------------|-------|
| 无风险利率 Rf | 2.71% |
| 市场预期回报率 Rm | 8.76% |
| 第二阶段年数 (年) | 5 |
| 第二阶段增长率 | 2.5% |
| 长期增长率 | 1.0% |
| 有效税率 Tx | 0.08% |
| Ke | 9.85% |
| Kd | 4.77% |
| WACC | 9.48% |

来源：iFind，国联证券研究所测算

图表 58：敏感性分析表

| WACC | 永续增长率 | | | | |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 0.83% | 0.91% | 1.00% | 1.10% | 1.21% |
| 7.84% | 15.82 | 15.98 | 16.15 | 16.35 | 16.58 |
| 8.62% | 13.77 | 13.89 | 14.02 | 14.18 | 14.35 |
| 9.48% | 11.94 | 12.04 | 12.14 | 12.26 | 12.39 |
| 10.43% | 10.32 | 10.39 | 10.47 | 10.56 | 10.66 |
| 11.47% | 8.86 | 8.92 | 8.98 | 9.04 | 9.12 |

来源：iFind，国联证券研究所测算

图表 59：现金流折现及估值表

| FCFF 估值 | 现金流折现值 (百万元) | 价值百分比 |
|--------------|------------------|--------|
| 第一阶段 | 1,878.32 | 18.48% |
| 第二阶段 | 2,691.93 | 26.48% |
| 第三阶段 (终值) | 5,594.38 | 55.04% |
| 企业价值 AEV | 10,164.62 | |
| 加：非核心资产 | 2.83 | 0.03% |
| 减：带息债务(账面价值) | 2,326.43 | 22.89% |
| 减：少数股东权益 | 358.15 | 3.52% |
| 股权价值 | 7,482.88 | 73.62% |
| 除：总股本(股) | 616,383,477.00 | |
| 每股价值(元) | 12.14 | |

来源：iFind，国联证券研究所测算

根据绝对估值法 (FCFF) 估值结果，当永续增长率为 1.0%，WACC 为 9.48% 时，公司每股价值为 12.14 元。

6.2 相对估值法

选取铂科新材、横店东磁、精研科技作为可比公司，考虑到下游需求的提升以及公司出货量的增长，我们给予公司 2023 年 PE 目标值 25 倍，对应 2023 年目标价格 11.75 元。

图表 60：可比公司估值对比表

| 股票 代码 | 证券 名称 | EPS | | | PE | | | CAGR-3 | 2023 年 PEG |
|----------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|------------|
| | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E | | |
| 300811 | 铂科新材 | 2.67 | 3.72 | 4.81 | 39.45 | 28.30 | 21.93 | 39.81% | 0.99 |
| 002056 | 横店东磁 | 1.32 | 1.61 | 1.97 | 13.69 | 11.26 | 9.18 | 24.13% | 0.57 |
| 000970 | 中科三环 | 0.72 | 0.88 | 0.98 | 16.46 | 13.48 | 11.98 | 11.87% | 1.39 |
| | 平均 | | | | 23.20 | 17.68 | 14.36 | 25.27% | 0.92 |
| 600114 | 东睦股份 | 0.47 | 0.65 | 0.81 | 16.49 | 11.86 | 9.41 | 47.97% | 0.34 |

来源：wind，国联证券研究所；股价为 2023 年 5 月 29 日收盘价，可比公司盈利预测来源于 wind 一致预期

绝对估值法与相对估值法计算结果较为接近，最终选择相对估值法，我们给予公司 23 年 25 倍 PE，对应目标价 11.75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

7. 风险提示

1) 下游需求不及预期。公司的 P&S 业务、MIM 业务主要应用于汽车、手机等零部件中，若宏观经济下行将导致下游汽车、手机需求下降，对公司粉末冶金业务造成不利影响。

2) 产能扩建不及预期。SMC 有望成为公司第二成长曲线的载体业务，若公司产能扩建不及预期，将对公司 SMC 业务放量造成不利影响。

3) 原材料涨价风险。原材料占公司成本比重较大，若原材料涨价不能很好传导至下游，将会对公司盈利造成影响。

财务预测摘要

| 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 | 365 | 341 | 404 | 472 | 531 | 营业收入 | 3591 | 3726 | 4038 | 4719 | 5311 |
| 应收账款+票据 | 1122 | 1070 | 1302 | 1522 | 1713 | 营业成本 | 2800 | 2905 | 3044 | 3519 | 3933 |
| 预付账款 | 7 | 11 | 13 | 15 | 17 | 税金及附加 | 29 | 33 | 35 | 41 | 46 |
| 存货 | 756 | 900 | 825 | 953 | 1066 | 营业费用 | 58 | 54 | 61 | 68 | 74 |
| 其他 | 113 | 50 | 76 | 88 | 99 | 管理费用 | 518 | 483 | 485 | 566 | 637 |
| 流动资产合计 | 2363 | 2372 | 2620 | 3051 | 3426 | 财务费用 | 97 | 93 | 99 | 77 | 50 |
| 长期股权投资 | 227 | 231 | 232 | 233 | 235 | 资产减值损失 | -120 | -23 | -25 | -29 | -33 |
| 固定资产 | 2203 | 2576 | 2191 | 1803 | 1411 | 公允价值变动收益 | 2 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 323 | 133 | 111 | 89 | 66 | 投资净收益 | -2 | -15 | -5 | -5 | -5 |
| 无形资产 | 385 | 377 | 314 | 251 | 188 | 其他 | 76 | 36 | 50 | 50 | 50 |
| 其他非流动资产 | 632 | 794 | 742 | 696 | 692 | 营业利润 | 47 | 156 | 334 | 463 | 582 |
| 非流动资产合计 | 3769 | 4110 | 3590 | 3072 | 2593 | 营业外净收益 | -9 | -2 | -4 | -4 | -4 |
| 资产总计 | 6132 | 6482 | 6210 | 6123 | 6019 | 利润总额 | 38 | 154 | 330 | 459 | 578 |
| 短期借款 | 1038 | 692 | 806 | 736 | 553 | 所得税 | -4 | -15 | 18 | 25 | 32 |
| 应付账款+票据 | 393 | 464 | 515 | 595 | 666 | 净利润 | 42 | 169 | 312 | 434 | 546 |
| 其他 | 436 | 680 | 533 | 616 | 688 | 少数股东损益 | 15 | 14 | 25 | 35 | 44 |
| 流动负债合计 | 1866 | 1837 | 1853 | 1947 | 1907 | 归属于母公司净利润 | 27 | 156 | 287 | 399 | 502 |
| 长期带息负债 | 1180 | 1634 | 1147 | 690 | 278 | 财务比率 | | | | | |
| 长期应付款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 其他 | 117 | 139 | 139 | 139 | 139 | 成长能力 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 1297 | 1773 | 1286 | 829 | 418 | 营业收入 | 9.38% | 3.76% | 8.36% | 16.87% | 12.55% |
| 负债合计 | 3163 | 3611 | 3139 | 2776 | 2325 | EBIT | -37.70% | 83.85% | 73.31% | 24.91% | 17.22% |
| 少数股东权益 | 386 | 358 | 383 | 419 | 463 | EBITDA | -9.78% | 26.42% | 60.62% | 11.67% | 5.03% |
| 股本 | 616 | 616 | 616 | 616 | 616 | 归母净利润 | -68.92% | 472.70% | 84.12% | 39.07% | 25.92% |
| 资本公积 | 1223 | 1023 | 1023 | 1023 | 1023 | 获利能力 | | | | | |
| 留存收益 | 743 | 875 | 1048 | 1289 | 1592 | 毛利率 | 22.04% | 22.05% | 24.61% | 25.43% | 25.95% |
| 股东权益合计 | 2969 | 2872 | 3070 | 3347 | 3694 | 净利率 | 1.17% | 4.55% | 7.73% | 9.19% | 10.29% |
| 负债和股东权益总计 | 6132 | 6482 | 6210 | 6123 | 6019 | ROE | 1.05% | 6.20% | 10.67% | 13.62% | 15.54% |
| | | | | | | ROIC | 2.20% | 5.24% | 7.57% | 9.85% | 12.19% |
| 现金流量表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 单位:百万元 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 资产负债 | 51.58% | 55.70% | 50.56% | 45.34% | 38.63% |
| 净利润 | 42 | 169 | 312 | 434 | 546 | 流动比率 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.6 | 1.8 |
| 折旧摊销 | 331 | 341 | 516 | 520 | 481 | 速动比率 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 1.1 | 1.2 |
| 财务费用 | 97 | 93 | 99 | 77 | 50 | 营运能力 | | | | | |
| 存货减少 | -168 | -144 | 75 | -129 | -112 | 应收账款周转率 | 3.2 | 3.5 | 3.1 | 3.1 | 3.1 |
| 营运资金变动 | -276 | -328 | -282 | -200 | -174 | 存货周转率 | 3.7 | 3.2 | 3.7 | 3.7 | 3.7 |
| 其它 | 226 | 161 | -79 | 120 | 103 | 总资产周转率 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.9 |
| 经营活动现金流 | 252 | 292 | 641 | 822 | 894 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 资本支出 | -444 | -220 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 0.0 | 0.3 | 0.5 | 0.6 | 0.8 |
| 长期投资 | -1 | -138 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金流 | 0.4 | 0.5 | 1.0 | 1.3 | 1.5 |
| 其他 | 6 | 14 | 8 | 8 | 8 | 每股净资产 | 4.2 | 4.1 | 4.4 | 4.8 | 5.2 |
| 投资活动现金流 | -439 | -343 | 8 | 8 | 8 | 估值比率 | | | | | |
| 债权融资 | 300 | 109 | -374 | -527 | -594 | 市盈率 | 173.9 | 30.4 | 16.5 | 11.9 | 9.4 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 市净率 | 1.8 | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 1.5 |
| 其他 | -183 | -147 | -212 | -234 | -249 | EV/EBITDA | 21.1 | 13.5 | 7.5 | 6.2 | 5.4 |
| 筹资活动现金流 | 117 | -39 | -586 | -761 | -843 | EV/EBIT | 73.1 | 32.0 | 16.5 | 12.3 | 9.6 |
| 现金净增加额 | -80 | -70 | 63 | 68 | 59 | | | | | | |

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2023 年 5 月 29 日收盘价

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------|--------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20% 以上 |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20% 之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 -10%~5% 之间 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10% 以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10% 以上 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 -10%~10% 之间 |
| | | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10% 以上 |

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695