

# 东睦股份 (600114.SH)

优于大市

## 1H24 归母净利润同比增长，折叠机带动铰链需求推动 MIM 业绩提升

### 核心观点

**粉末冶金行业龙头企业，布局三大技术平台。**公司是粉末冶金新材料行业龙头企业，以粉末压制成形 (P&S)、软磁复合材料 (SMC) 和金属注射成形 (MIM) 三大新材料技术平台为基石。公司 P&S 技术平台产品主要供给国内外汽车行业中高端客户，2023 年汽车零件收入 15.39 亿元，同比增长 11.45%，占公司 P&S 业务收入的 77.94%，家电零件收入 3.52 亿元，同比下降 3.09%，占公司 P&S 业务收入的 17.80%。公司 SMC 技术平台产品主要应用下游是光伏及新能源汽车，2023 年光伏领域收入占公司 SMC 业务收入的 49.59%，新能源汽车领域的收入占公司 SMC 业务收入的 14.63%。公司 MIM 技术平台主要下游是消费电子，布局折叠机铰链零件及钛合金产品等。

**三大技术平台协同增长，1H24 公司三大业务营收实现同比增长。**公司发布 2024 年半年度业绩预告，预计 1H24 归母净利润 1.85-1.96 亿元，同比增长 419%-447%，1H24 公司主营业务收入同比增长约 34%，其中：P&S (粉末压制成形) 业务收入同比增长约 26%，2Q24 营收创单季度历史新高；SMC (软磁复合材料) 业务收入同比下降约 6.5%，自 1Q24 起企稳回升，并在 2Q24 单季创历史新高；MIM (金属注射成形) 业务收入同比增长约 101%，公司紧随大客户新产品上市节奏，已配备 5 条折叠机模组生产线。

**折叠屏手机出货量保持较高增速，MIM 技术平台有望受益。**公司组建了折叠屏铰链设计和组装部门，构建了多条手机铰链模组生产线，通过了相关测试和验证，实现了由折叠机 MIM 零件向 MIM 零件+模组的跨越式发展。折叠屏手机是智能手机中增速较快的细分市场，是高端市场的重要机型。据 IDC 数据，全球折叠屏手机出货量由 2019 年的 22 万台增长至 2023 年的 1814 万台，CAGR 200%，预计 2024 年全球折叠屏手机出货量将同比增长 23%至 2236 万部。2023 年下半年开始在下游消费电子行业回暖和大客户折叠机项目上量推动下，公司 MIM 技术平台营收企稳呈现逐季改善趋势。

**投资建议：**首次覆盖，给予“优于大市”评级。公司作为粉末冶金行业龙头企业，三大技术平台协同增长，我们看好折叠机出货量快速增长带来的 MIM 业务放量，预计公司 2024-2026 年营收同比增长 29.9%/20.2%/17.0%至 50.15/60.28/70.55 亿元，归母净利润同比增长 117.8%/29.6%/25.5%至 4.31/5.59/7.02 亿元，参考可比公司估值，给予公司 2024 年 25-27 倍 PE，17.49-18.88 元/股，给予“优于大市”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期；原材料价格波动风险；汇率风险。

### 盈利预测和财务指标

|              | 2022   | 2023  | 2024E  | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)   | 3,726  | 3,861 | 5,015  | 6,028 | 7,055 |
| (+/-%)       | 3.8%   | 3.6%  | 29.9%  | 20.2% | 17.0% |
| 净利润 (百万元)    | 156    | 198   | 431    | 559   | 702   |
| (+/-%)       | 503.2% | 27.1% | 117.8% | 29.6% | 25.5% |
| 每股收益 (元)     | 0.25   | 0.32  | 0.70   | 0.91  | 1.14  |
| EBIT Margin  | 6.8%   | 7.1%  | 10.8%  | 11.1% | 11.7% |
| 净资产收益率 (ROE) | 6.2%   | 7.8%  | 16.7%  | 21.0% | 25.5% |
| 市盈率 (PE)     | 56.7   | 44.6  | 20.5   | 15.8  | 12.6  |
| EV/EBITDA    | 21.9   | 20.9  | 15.6   | 13.4  | 11.7  |
| 市净率 (PB)     | 3.51   | 3.50  | 3.42   | 3.32  | 3.20  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

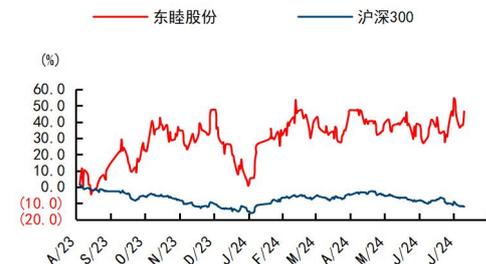
#### 电子·消费电子

|  |   |
|--|---|
| <b>证券分析师：胡剑</b><br>021-60893306<br>hujian1@guosen.com.cn<br>S0980521080001 | <b>证券分析师：胡慧</b><br>021-60871321<br>huhui2@guosen.com.cn<br>S0980521080002       |
| <b>证券分析师：叶子</b><br>0755-81982153<br>yezi3@guosen.com.cn<br>S0980522100003  | <b>证券分析师：詹浏洋</b><br>010-88005307<br>zhanliuyang@guosen.com.cn<br>S0980524060001 |
| <b>联系人：李书颖</b><br>0755-81982362<br>lishuying@guosen.com.cn                 | <b>联系人：连欣然</b><br>010-88005482<br>lianxinran@guosen.com.cn                      |

#### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 优于大市(首次)        |
| 合理估值        | 17.49 - 18.88 元 |
| 收盘价         | 15.18 元         |
| 总市值/流通市值    | 9357/9357 百万元   |
| 52 周最高价/最低价 | 16.33/8.22 元    |
| 近 3 个月日均成交额 | 289.69 百万元      |

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

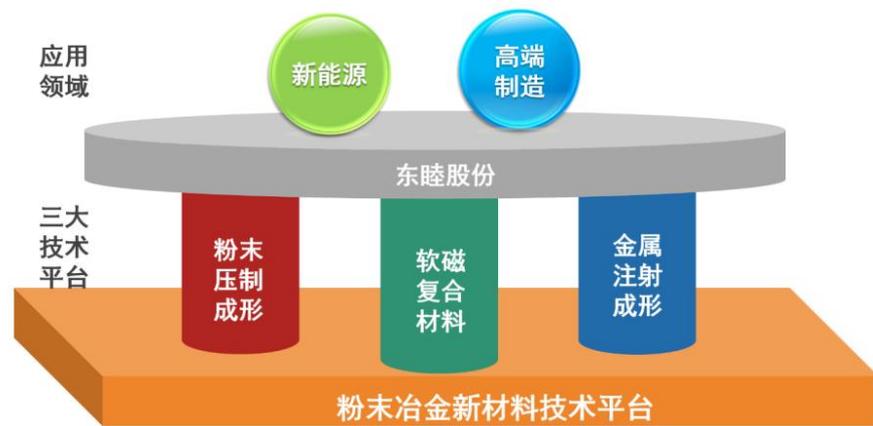
#### 相关研究报告

## 粉末冶金龙头企业，布局三大技术平台

### 粉末冶金新材料龙头企业，下游覆盖新能源、消费电子等领域

公司所属行业是新材料行业中的粉末冶金（PM）行业，粉末冶金是先进的金属成形技术，通过制取金属或非金属粉末（或金属粉末与非金属粉末的混合物）作为原料，经过成形和烧结等工艺过程制造金属材料、复合材料以及各种几何构造制品的工艺技术。公司前身为成立于 1958 年的国营企业——宁波粉末冶金厂，于 2004 年在上海证券交易所上市。公司是中国粉末冶金新材料行业龙头企业，以粉末压制成形（P&S）、软磁复合材料（SMC）和金属注射成形（MIM）三大新材料技术平台为基石，下游主要为汽车、新能源、光伏、储能、消费电子等。

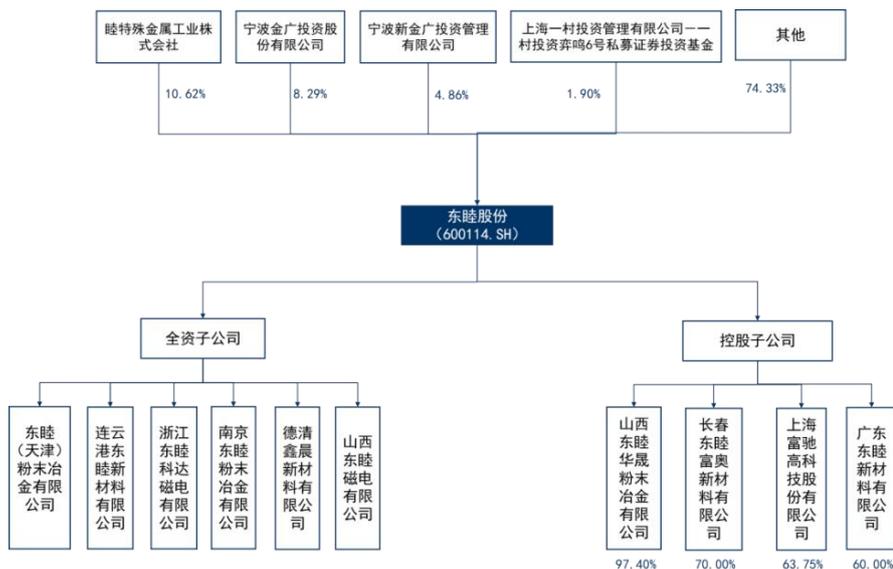
图1：公司发展战略



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

截至 2024 年一季度，睦特殊金属工业株式会社、宁波金广投资股份有限公司、宁波新金广投资管理有限公司分别持有公司 10.62%、8.29%、4.86% 的股份。公司以宁波总部为集团经营管理决策中心，P&S 产品的研发中心、营销中心、管理中心、高端产品生产基地，以上海富驰为 MIM 的研发中心、营销中心和高附加值产品生产基地，以东睦科达和山西磁电为 SMC 的研发中心、营销中心和主要产品生产基地，实现 P&S、MIM 和 SMC 三大工艺在产业平台上的融合。

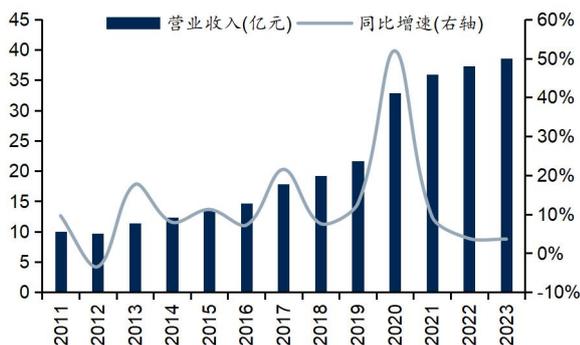
图2: 公司股权结构 (截至 2024 年一季度)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

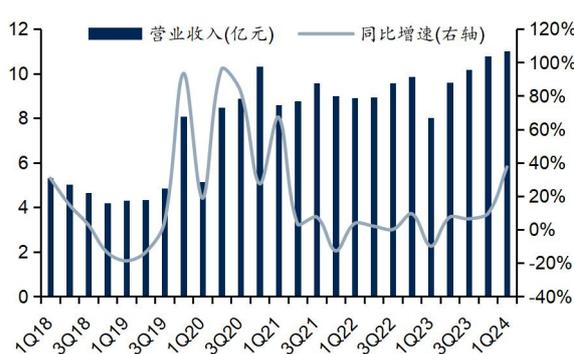
近十年公司营业收入持续增长, 由 2013 年的 11.40 亿元增长至 2023 年的 38.61 亿元, CAGR 12.97%。2019-2020 年公司完成对东莞华晶和上海富驰的并购, 使得公司迅速进入 MIM 板块技术和规模第一梯队, 拓展了公司的粉末冶金新材料版图, 2020 年公司营收 32.83 亿元, 同比增长 51.9%。2023 年公司 P&S、SMC 技术平台营收创历史新高, MIM 技术平台在 2023 年下半年受消费电子行业回暖和大客户折叠机项目上量影响, 营业收入企稳回升, 2023 年公司整体营收 38.61 亿元, 同比增长 3.6%。

图3: 公司营收及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

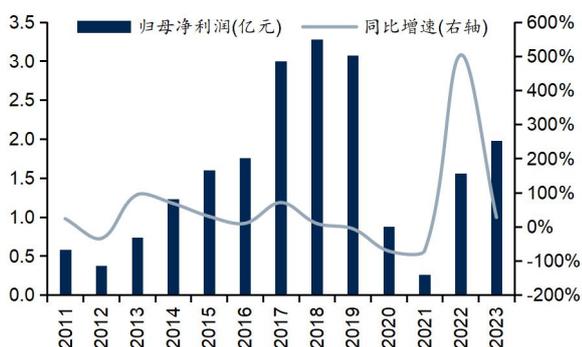
图4: 公司分季度营收及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

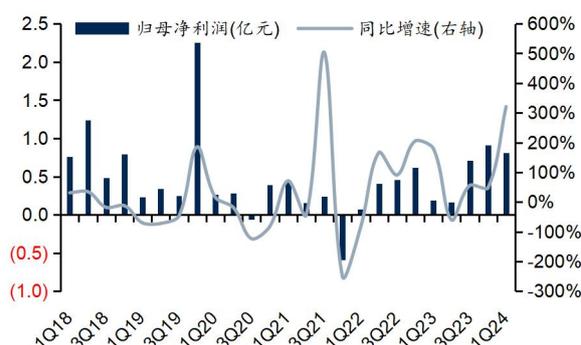
公司归母净利润在 2013-2018 年持续增长, 2021 年由于原辅材料、运费价格大幅上涨, MIM 销售不达预期, 叠加确认 0.84 亿元商誉减值损失以及计提 0.36 亿元存货跌价损失导致公司归母净利润同比下滑 70%。2023 年公司归母净利润 1.98 亿元, 同比增长 27.1%。

图5: 公司利润及同比增速



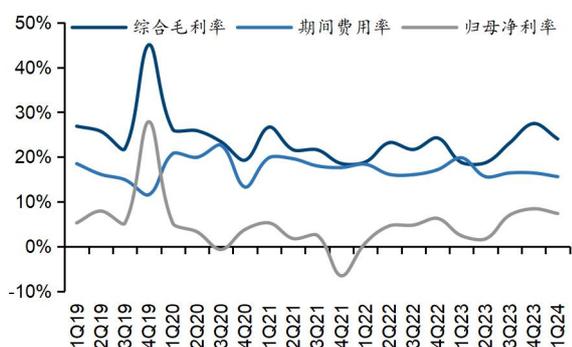
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分季度利润及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司单季度综合毛利率、费用率、净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

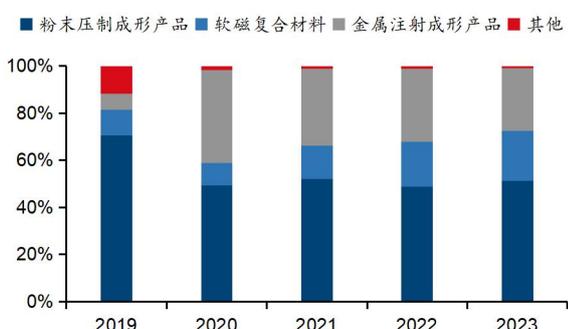
图8: 公司单季度各项费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

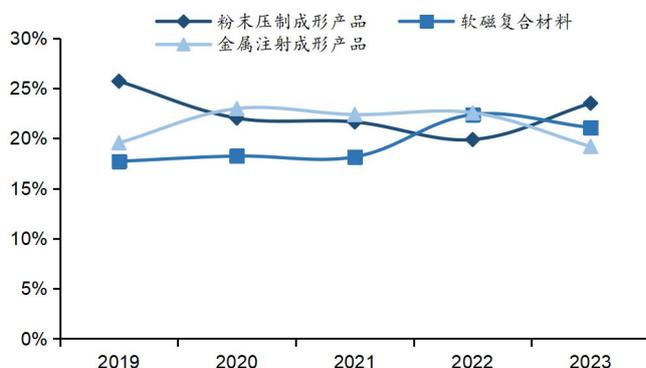
公司主营业务为粉末压制成形产品、软磁复合材料以及金属注射成形产品，2023年粉末压制成形产品、软磁复合材料以及金属注射成形分别占总营收的51.16%、21.40%、26.48%。从盈利能力看，2023年粉末压制成形产品毛利率同比增长3.63pct至23.51%，软磁复合材料毛利率同比下滑1.30pct至21.08%，金属注射成形产品毛利率同比下滑3.36pct至19.19%。

图9: 公司分产品营收占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司分产品毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 三大技术平台同步发展，折叠机带动 MIM 业务高速增长

### 折叠机出货量高增速推动公司 MIM 技术平台营收增长

公司 MIM（金属注射成形）技术平台产品主要应用于消费电子行业。2019 年公司收购华晶粉末公司，加强对 MIM 技术投入，2020 年并购上海富驰，上海富驰是国内金属注射成形零件的龙头企业，华晶粉末和上海富驰的收购使得公司迅速进入 MIM 板块技术和规模的第一梯队，丰富了公司产品的应用领域，增加了消费电子和医疗器械产业的客户。公司 MIM 平台产品包括折叠屏铰链零件及钛合金产品等。

公司组建了折叠屏铰链设计和组装部门，构建多条手机铰链模组生产线，通过了相关的测试和验证，实现由折叠机 MIM 零件向 MIM 零件+模组的跨越式发展。2023 年国内知名企业推出多款新的折叠机型，铰链作为关键部件之一采用 MIM 技术制造，为 MIM 技术发展提供了广阔的空间。

钛合金由于优越的性能，逐步受到消费电子和医疗行业的高度关注，2023 年苹果首次将钛合金导入高端手机领域，应用于手机中框等核心零部件，小米、三星等主流手机厂亦在落布局钛合金材料用于消费电子，亚马逊、泉龙、Rokid 等厂商都推出了使用钛合金部件的 AR 设备，钛合金将为 MIM 技术提供另一巨大赛道。

图11：公司 MIM 部分产品



公司生产的部分折叠屏铰链零件

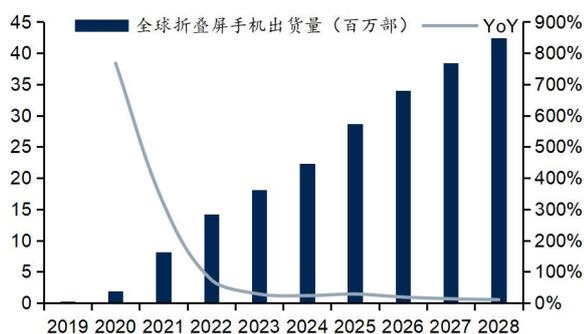


公司用MIM技术生产的部分钛合金产品

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

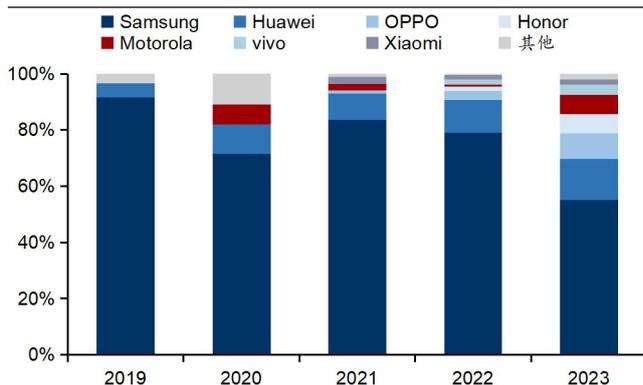
2019 年起，三星等头部企业开始进入折叠屏手机赛道，目前华为、小米、OPPO、vivo、荣耀等头部手机厂商均在折叠屏市场发力。据 IDC 数据，全球折叠屏手机出货量由 2019 年的 22 万台增长至 2023 年的 1815 万台，CAGR 200%，预计 2024 年全球折叠屏手机出货量将同比增长 23%至 2236 万部。从市场份额看，2023 年三星、华为、OPPO、Honor、Motorola 位于前五位，分别占有 55%、15%、9%、7%、7%的市场份额。

图12: 全球折叠屏手机出货量 (百万部)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

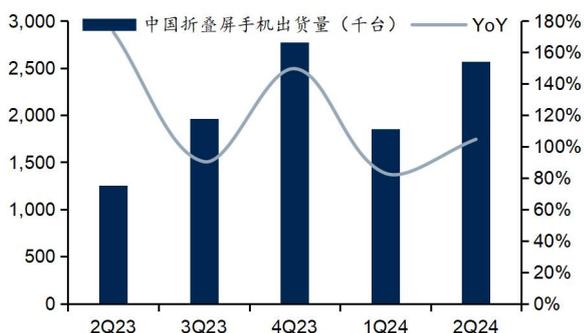
图13: 折叠屏手机分品牌市场份额



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

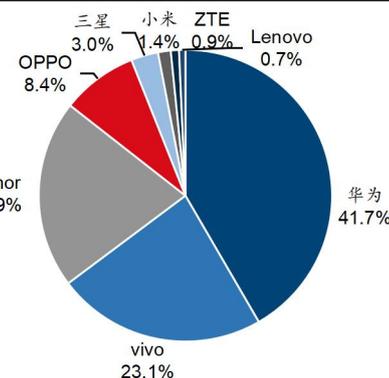
**中国折叠屏手机出货量增速较快。**据 IDC 数据, 2024 中国折叠屏手机出货量 257 万台, 同比增长 104.6%, 从市场份额看, 华为、vivo、Honor 位于前三位, 分别占有 42%、23%、21% 的市场份额。折叠屏手机的出货量高速增长将推动公司的 MIM 折叠屏铰链业务持续增长。2023 年下半年开始在下游消费电子行业回暖和大客户折叠机项目上量推动下, 公司 MIM 技术平台营收企稳呈现逐季改善趋势。

图14: 中国折叠屏手机出货量 (千台)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图15: 中国折叠屏手机分品牌市场份额 (2024)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

## 光伏及新能源汽车是 SMC 技术平台产品主要下游

公司 SMC (软磁复合材料) 技术平台产品主要应用于新能源行业。公司 SMC 产品包括合金环形磁粉芯、合金特殊形状磁粉芯及铁粉芯等。合金软磁粉芯产品在光伏发电领域主要应用在光伏逆变器的升压电感和逆变电感中, 软磁材料在新能源汽车中主要应用于三电系统中车载 DC-DC 变换器、OBC 及 PDU、BMS、车身 EMI 中。分下游应用看, 2023 年光伏领域收入占公司 SMC 营收的 49.59%, 新能源汽车领域收入占公司 SMC 营收的 14.63%。2023 年公司完成了 SMC 新产能建设, 浙江东睦科达 3 号厂房建设完毕, 山西磁电公司一期工程建成并投入试生产, 全集团 SMC 生产能力达到 7 万吨/年。

图16: 公司 SMC 产品



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

预计 2024 年全球新增光伏装机量同比增长 16%。2021-2022 年光伏供应链受疫情冲击, 硅料供不应求导致光伏组件价格较高, 装机需求递延至 2023 年, TrendForce 预计 2023 年全球光伏装机量将同比增长 59.3%至 411GW, 2024 年新增装机量增速将放缓, 从高速增长回归至理性增长, 预计 2024 年将同比增长 16%至 474 GW。分区域看, 亚太地区 2023 年新增装机量最高, 达到 202.5 GW, 同比增长 55.4%, 中国新增装机量 148.9 GW, 同比增长 73.5%。

图17: 全球新增光伏装机量 (GW) 及增速



资料来源: TrendForce, 国信证券经济研究所整理

图18: 2023 年全球各区域前三大光伏装机量地区 (单位: GW)

| 区域  | 地区       | 装机量 (GW) | YoY     |
|-----|----------|----------|---------|
| 亚太  | 中国       | 148.9    | 73.50%  |
|     | 印度       | 17.2     | 31.70%  |
|     | 日本       | 8        | 13.60%  |
| 欧洲  | 德国       | 11.8     | 12.90%  |
|     | 荷兰       | 6.5      | 11.60%  |
|     | 西班牙      | 11.4     | 14.30%  |
| 美洲  | 美国       | 40.5     | 101.10% |
|     | 巴西       | 14.2     | 26.20%  |
|     | 墨西哥      | 1.7      | 12.60%  |
| 中东非 | 阿拉伯联合酋长国 | 3.2      | 20.80%  |
|     | 沙特阿拉伯    | 2.2      | 41.90%  |
|     | 以色列      | 1.5      | 25.00%  |

资料来源: TrendForce, 国信证券经济研究所整理

2023 年公司研发了 4 款新一代高性能的软磁复合材料:

**KPH-HP:** 东睦科达公司第三代气雾化铁硅铝软磁材料, 可以降低产品的磁芯损耗 26%, 提高产品效率, 已成功应用在知名企业的 30-50kW 光伏逆变器的升压电感、新能源汽车的升压电感, 以及变频空调 PFC 电感;

**KSF-HP,** 东睦科达公司第二代气雾化铁硅软磁材料, 可有效降低产品温升, 提高效率, 已在矿机电源电感、320kW 光伏逆变器升压电感项目中获得批量应用;

**KH-HP,** 东睦科达公司第三代低损耗铁镍软磁材料, 可有效降低产品体积, 提高产品效率, 已批量应用在服务器电源中;

**KAM-HP,** 东睦科达公司推出的新一代适用于高频 (50-500kHz) 应用的低损耗软磁材料, KAM-HP 材料的 100kHz100mT 损耗仅为第一代超级铁硅铝 KS-HF 材料 24%, 能明显提高产品效率, 该材料能在储能项目中批量应用。

## P&S 技术平台主要产品是汽车零件，公司粉末冶金市场占有率领先

由于粉末冶金材料的优越性能及低成本，粉末冶金零部件在汽车中的应用越来越广，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。

公司 P&S 技术平台产品目前主要供给国内外汽车行业中高端客户。公司粉末冶金汽车零件主要用于发动机、变速箱、底盘等主要部件中，粉末冶金家电零件主要用于空调压缩机和冰箱压缩机，粉末冶金摩托车零件主要用于摩托车发动机、离合器等部件。

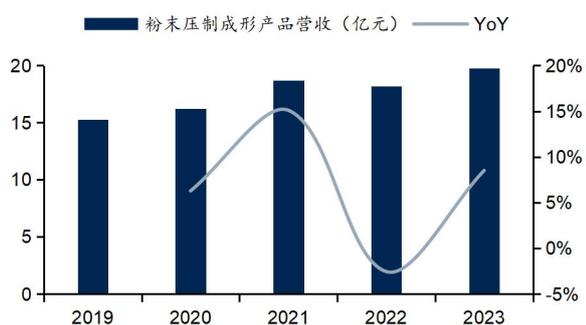
图19: 公司 P&S 部分产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

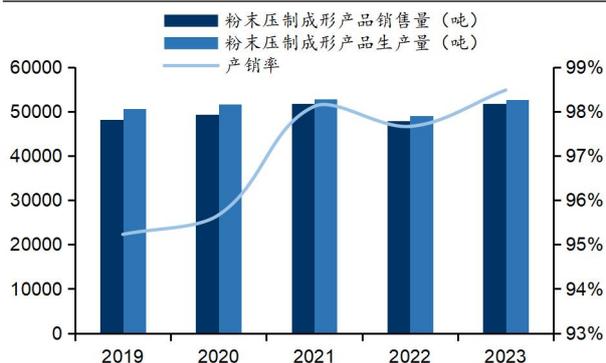
2023 年公司汽车零件收入 15.39 亿元，占 P&S 业务收入的 77.94%，家电零件收入 3.52 亿元，占 P&S 业务收入的 17.80%。根据中国机协粉末冶金协会数据，公司 2023 年 1-9 月的粉末冶金制品销售收入占该协会统计范围内生产厂家销售总额 40.18%，粉末冶金制品销量占该协会统计范围内生产厂家总销售量的 36.95%，位列国内粉末冶金行业榜首，公司已连续多年在国内粉末冶金行业中处于市场绝对领先地位。

图20: 公司粉末压制成形业务营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 公司粉末压制成形业务产销量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

### 盈利预测的假设前提

公司是粉末冶金新材料行业的龙头企业，主营业务包括粉末压制成形产品、金属注射成形产品和软磁复合材料，盈利预测假设条件如下：

**粉末压制成形产品：**公司 P&S 技术平台主要产品是汽车零件，在汽车行业粉末冶金制品的进口替代及全球市场拓展仍有空间，预计 2024-2026 年粉末压制成形产品收入同比增长 13.1%/6.5%/6.5% 至 22.34/23.80/25.36 亿元，毛利率分别为 24.5%/24.7%/24.7%。

**软磁复合材料：**公司软磁复合材料主要应用于光伏及新能源汽车领域，光伏装机量增长及新能源汽车渗透率提高将推动 SMC 营收增长，因此预计 2024-2026 年软磁复合材料收入同比增长 23.8%/18.8%/14.8% 至 10.23/12.15/13.95 亿元，毛利率分别为 21.7%/22.1%/22.4%。

**金属注射成形产品：**公司 MIM 技术平台产品主要应用于消费电子行业，当前折叠屏手机出货量保持较高增速，带动铰链需求增长。2024 上半年公司紧随大客户新品上市节奏，配备 5 条折叠机模组生产线，MIM 业务营收同比增长 101%，因此预计 2024-2026 年金属注射成形产品收入同比增长 68.0%/39.1%/28.8% 至 17.18/23.88/30.75 亿元，毛利率分别为 26.3%/28.4%/29.0%。

表1：公司营业收入及毛利率预测

|                 | 2021   | 2022  | 2023   | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| <b>粉末压制成形产品</b> |        |       |        |       |       |       |
| 收入（亿元）          | 18.68  | 18.20 | 19.75  | 22.34 | 23.80 | 25.36 |
| 增速              | 15.1%  | -2.5% | 8.5%   | 13.1% | 6.5%  | 6.5%  |
| 毛利率             | 21.6%  | 19.9% | 23.5%  | 24.5% | 24.7% | 24.7% |
| <b>软磁复合材料</b>   |        |       |        |       |       |       |
| 收入（亿元）          | 5.06   | 7.06  | 8.26   | 10.23 | 12.15 | 13.95 |
| 增速              | 63.9%  | 39.5% | 17.1%  | 23.8% | 18.8% | 14.8% |
| 毛利率             | 18.2%  | 22.4% | 21.1%  | 21.7% | 22.1% | 22.4% |
| <b>金属注射成形产品</b> |        |       |        |       |       |       |
| 收入（亿元）          | 11.77  | 11.54 | 10.22  | 17.18 | 23.88 | 30.75 |
| 增速              | -8.8%  | -1.9% | -11.4% | 68.0% | 39.1% | 28.8% |
| 毛利率             | 22.4%  | 22.6% | 19.2%  | 26.3% | 28.4% | 29.0% |
| <b>其他</b>       |        |       |        |       |       |       |
| 收入（亿元）          | 0.41   | 0.46  | 0.37   | 0.41  | 0.45  | 0.49  |
| 增速              | -33.0% | 13.6% | -20.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 毛利率             | 78.8%  | 89.4% | 74.1%  | 74.9% | 74.9% | 74.9% |
| <b>合计</b>       |        |       |        |       |       |       |
| 总营收（亿元）         | 35.91  | 37.26 | 38.61  | 50.15 | 60.28 | 70.55 |
| 增速              | 9.4%   | 3.8%  | 3.6%   | 29.9% | 20.2% | 17.0% |
| 毛利率             | 22.0%  | 22.0% | 22.3%  | 25.0% | 26.0% | 26.5% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

## 未来 3 年业绩预测

表2: 公司未来 3 年盈利预测表 (单位: 亿元)

|         | 2021    | 2022    | 2023   | 2024E   | 2025E  | 2026E  |
|---------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入    | 35.91   | 37.26   | 38.61  | 50.15   | 60.28  | 70.55  |
| YoY     | 9.38%   | 3.76%   | 3.62%  | 29.90%  | 20.20% | 17.03% |
| 销售费用    | 0.58    | 0.54    | 0.60   | 0.69    | 0.88   | 1.03   |
| 管理费用    | 2.31    | 2.12    | 2.13   | 2.45    | 3.23   | 3.78   |
| 研发费用    | 2.86    | 2.71    | 2.78   | 3.34    | 4.17   | 4.79   |
| 财务费用    | 0.97    | 0.93    | 1.04   | 0.87    | 0.92   | 0.95   |
| 营业利润    | 0.47    | 1.56    | 2.02   | 4.40    | 5.68   | 7.12   |
| 利润总额    | 0.38    | 1.54    | 2.00   | 4.36    | 5.65   | 7.09   |
| 归母净利润   | 0.26    | 1.56    | 1.98   | 4.31    | 5.59   | 7.02   |
| YoY     | -70.49% | 503.17% | 27.08% | 117.82% | 29.64% | 25.53% |
| EPS (元) | 0.04    | 0.25    | 0.32   | 0.70    | 0.91   | 1.14   |
| ROE (%) | 1%      | 6%      | 8%     | 17%     | 21%    | 25%    |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 我们预计 2024-2026 年公司收入同比增长 29.90%/20.20%/17.03%至 50.15/60.28/70.55 亿元, 对应归母净利润同比增长 117.82%/29.64%/25.53%至 4.31/5.59/7.02 亿元。

## 盈利预测的情景分析

表3: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

|             | 2022   | 2023  | 2024E  | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| <b>乐观预测</b> |        |       |        |       |       |
| 营业收入(百万元)   | 3,726  | 3,861 | 5,039  | 6,077 | 7,132 |
| (+/-%)      | 3.8%   | 3.6%  | 30.5%  | 20.6% | 17.4% |
| 净利润(百万元)    | 156    | 198   | 523    | 671   | 835   |
| (+/-%)      | 503.2% | 27.1% | 164.3% | 28.4% | 24.4% |
| 摊薄 EPS      | 0.25   | 0.32  | 0.85   | 1.09  | 1.35  |
| <b>中性预测</b> |        |       |        |       |       |
| 营业收入(百万元)   | 3,726  | 3,861 | 5,015  | 6,028 | 7,055 |
| (+/-%)      | 3.8%   | 3.6%  | 29.9%  | 20.2% | 17.0% |
| 净利润(百万元)    | 156    | 198   | 431    | 559   | 702   |
| (+/-%)      | 503.2% | 27.1% | 117.8% | 29.6% | 25.5% |
| 摊薄 EPS(元)   | 0.25   | 0.32  | 0.70   | 0.91  | 1.14  |
| <b>悲观预测</b> |        |       |        |       |       |
| 营业收入(百万元)   | 3,726  | 3,861 | 4,992  | 5,981 | 6,979 |
| (+/-%)      | 3.8%   | 3.6%  | 29.3%  | 19.8% | 16.7% |
| 净利润(百万元)    | 156    | 198   | 340    | 448   | 571   |
| (+/-%)      | 503.2% | 27.1% | 71.8%  | 31.8% | 27.4% |
| 摊薄 EPS      | 0.25   | 0.32  | 0.55   | 0.73  | 0.93  |
| 总股本(百万股)    | 616    | 616   | 616    | 616   | 616   |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

### 估值分析

我们选择同样从事金属软磁粉业务的铂科新材，同样从事精密金属 MIM 业务的统联精密、精研科技作为公司的可比公司。其中：

**铂科新材：**公司主要从事金属软磁粉、金属软磁粉芯和芯片电感等磁元件的研发、生产和销售，是全球领先的金属软磁粉生产商和服务提供商。公司产品及解决方案被广泛应用于光伏发电、新能源汽车及充电桩、数据中心（UPS、服务器电源、GPU 芯片电源）、AI、智能驾驶、储能、通讯电源、变频空调、消费电子、电能质量整治（有源电力滤波器 APF）、轨道交通等领域。

**统联精密：**公司主要从事精密零部件的研发、设计、生产及销售，目标成为世界领先的 MIM 精密零部件制造商。公司产品主要应用于折叠屏手机、平板电脑、笔记本电脑、台式电脑、智能触控电容笔、智能穿戴设备、航拍无人机、运动相机等新型消费电子领域。

**精研科技：**公司主要从事精密金属（包括 MIM, CNC, 3D 打印等）零部件及组件，布局精密塑胶零部件及组件，传动及转动组件，散热组件，智能制造服务，以及电子制造业务等六大业务板块，产品主要应用于消费电子、汽车、智能家居等行业。

表4: 可比公司估值比较（股价为 2024 年 8 月 7 日数据）

| 代码           | 简称   | 股价<br>(元) | EPS (元) |       |       |       | CAGR<br>(23-26E) | PE (倍) |       |       |       | PEG<br>(2024E) | 总市值<br>(亿元) |
|--------------|------|-----------|---------|-------|-------|-------|------------------|--------|-------|-------|-------|----------------|-------------|
|              |      |           | 2023A   | 2024E | 2025E | 2026E |                  | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |                |             |
| 600114       | 东睦股份 | 14.29     | 0.32    | 0.70  | 0.91  | 1.14  | 52.5%            | 44.50  | 20.43 | 15.76 | 12.56 | 0.39           | 88          |
| <b>可比公司：</b> |      |           |         |       |       |       |                  |        |       |       |       |                |             |
| 300811       | 铂科新材 | 37.98     | 1.29    | 1.26  | 1.67  | 2.09  | 17.5%            | 29.44  | 30.17 | 22.73 | 18.13 | 1.72           | 107         |
| 688210       | 统联精密 | 18.26     | 0.37    | 0.85  | 1.17  | 1.72  | 67.0%            | 49.35  | 21.48 | 15.66 | 10.61 | 0.32           | 29          |
| 300709       | 精研科技 | 26.40     | 0.89    | 1.50  | 1.78  | 2.20  | 35.2%            | 29.66  | 17.66 | 14.82 | 12.00 | 0.50           | 49          |
| 平均           | -    | -         | 0.85    | 1.20  | 1.54  | 2.01  | 39.9%            | 36.15  | 23.10 | 17.74 | 13.58 | 0.85           | -           |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测 注：可比公司盈利预测均基于 Wind 一致预期

### 投资建议

我们看好折叠机出货量快速增长带来的 MIM 技术平台产品营收增长，看好光伏装机量增长及新能源汽车渗透率提升带来的业绩提升，预计 2024-2026 年公司归母净利润为 4.31/5.59/7.02 亿元，参考可比公司 Wind 一致预期下 2024 年 PE 均值（23.10 倍），给予公司 2024 年 25-27 倍预期 PE，对应公司的合理估值区间为 107.78-116.40 亿元，对应 17.49-18.88 元/股，给予“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取相对估值方法得出公司的合理估值在 17.49-18.88 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，加入了很多主观的判断：

1、可能由于对公司未来三年收入和利润增长估计偏乐观，导致未来三年 EPS 值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

2、我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，通过 PE 估值的方式得到公司估值的合理区间，如果市场整体风险偏好发生变化、估值中枢向下调整，公司有可能面临估值下调的风险。

### 盈利预测的风险

在盈利预测中，我们看好折叠机出货量快速增长带来的 MIM 技术平台产品营收增长，看好光伏装机量增长及新能源汽车渗透率提升带来的业绩提升，预计 2024-2026 年公司归母净利润 4.31/5.59/7.02 亿元。如果这些盈利预测的假设条件不成立，我们的盈利预测存在出现偏差的风险。

### 市场风险

**原材料价格波动风险：**因原辅材料成本在公司粉末冶金产品的成本中占比较大，且随着经济周期和市场的变化，若国际大宗原材料价格变动，影响到公司铁粉等原材料的价格，对公司产品成本形成一定的压力，对公司经营目标的实现带来一定的风险。

**汇率风险：**人民币汇率的波动不仅会影响公司开拓国外的高端市场，同时也将影响到公司下游客户产品的出口，从而影响公司的销售目标及业绩目标的实现。

**下游需求不及预期的风险：**公司业务下游涉及汽车、光伏、消费电子等领域，其中消费电子、新能源等对公司业绩增长有较明显的拉动，存在相关市场客户需求不及预期导致公司盈利不及预期的风险。

### 经营风险

**生产技术风险：**随着软磁复合材料产品结构日趋复杂，以及消费电子为代表的产业领域硬件设计标准日益提高，迫使粉末冶金技术内涵不断丰富，技术层次不断分化，需要材料、工艺、装备和自动化的不断进步，如果公司未能及时赶上并保持领先优势，将会阻碍公司的发展。

## 财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |             |             |             |             |             | 利润表 (百万元)          |              |              |              |              |              |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2022        | 2023        | 2024E       | 2025E       | 2026E       |                    | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| 现金及现金等价物         | 341         | 257         | 444         | 326         | 318         | 营业收入               | 3726         | 3861         | 5015         | 6028         | 7055         |
| 应收款项             | 1022        | 1115        | 1449        | 1741        | 2038        | 营业成本               | 2905         | 2999         | 3764         | 4461         | 5189         |
| 存货净额             | 900         | 910         | 1131        | 1385        | 1607        | 营业税金及附加            | 33           | 39           | 45           | 56           | 66           |
| 其他流动资产           | 110         | 284         | 263         | 311         | 417         | 销售费用               | 54           | 60           | 69           | 88           | 103          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2372</b> | <b>2566</b> | <b>3286</b> | <b>3763</b> | <b>4380</b> | 管理费用               | 212          | 213          | 260          | 338          | 393          |
| 固定资产             | 2635        | 2711        | 2694        | 2656        | 2603        | 研发费用               | 271          | 278          | 334          | 417          | 479          |
| 无形资产及其他          | 377         | 382         | 366         | 351         | 336         | 财务费用               | 93           | 104          | 87           | 92           | 95           |
| 其他长期资产           | 867         | 851         | 823         | 813         | 801         | 投资收益               | (15)         | 26           | 3            | 5            | 11           |
| 长期股权投资           | 231         | 259         | 270         | 284         | 302         | 资产减值及公允价值变动        | (24)         | (27)         | (66)         | (51)         | (62)         |
| <b>资产总计</b>      | <b>6482</b> | <b>6769</b> | <b>7439</b> | <b>7867</b> | <b>8422</b> | 其他                 | 36           | 33           | 47           | 36           | 34           |
| 短期借款及交易性金融负债     | 1174        | 797         | 1075        | 1118        | 1194        | 营业利润               | 156          | 202          | 440          | 568          | 712          |
| 应付款项             | 464         | 513         | 660         | 786         | 918         | 营业外净收支             | (2)          | (2)          | (4)          | (3)          | (3)          |
| 其他流动负债           | 199         | 241         | 304         | 351         | 424         | <b>利润总额</b>        | <b>154</b>   | <b>200</b>   | <b>436</b>   | <b>565</b>   | <b>709</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1837</b> | <b>1551</b> | <b>2039</b> | <b>2254</b> | <b>2536</b> | 所得税费用              | (15)         | 6            | 13           | 17           | 21           |
| 长期借款及应付债券        | 1561        | 1795        | 1795        | 1795        | 1795        | 少数股东损益             | 14           | (4)          | (8)          | (11)         | (13)         |
| 其他长期负债           | 212         | 504         | 643         | 801         | 997         | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>156</b>   | <b>198</b>   | <b>431</b>   | <b>559</b>   | <b>702</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>1773</b> | <b>2300</b> | <b>2438</b> | <b>2596</b> | <b>2792</b> | <b>现金流量表 (百万元)</b> |              |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>3611</b> | <b>3851</b> | <b>4477</b> | <b>4851</b> | <b>5329</b> | 净利润                | 169          | 194          | 423          | 548          | 688          |
| 少数股东权益           | 358         | 391         | 376         | 356         | 337         | 资产减值准备             | 23           | 27           | 67           | 50           | 62           |
| 股东权益             | 2514        | 2527        | 2585        | 2661        | 2756        | 折旧摊销               | 315          | 332          | 312          | 350          | 382          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>6482</b> | <b>6769</b> | <b>7439</b> | <b>7867</b> | <b>8422</b> | 公允价值变动损失           | 1            | 0            | (0)          | 0            | (0)          |
| <b>关键财务与估值指标</b> |             |             |             |             |             | 财务费用               | 95           | 106          | 87           | 92           | 95           |
| 每股收益             | 0.25        | 0.32        | 0.70        | 0.91        | 1.14        | 营运资本变动             | (151)        | 122          | (157)        | (256)        | (210)        |
| 每股红利             | 0.28        | 0.28        | 0.60        | 0.78        | 0.98        | 其它                 | (143)        | (485)        | (153)        | (142)        | (158)        |
| 每股净资产            | 4.08        | 4.10        | 4.19        | 4.32        | 4.47        | <b>经营活动现金流</b>     | <b>310</b>   | <b>295</b>   | <b>578</b>   | <b>643</b>   | <b>861</b>   |
| ROIC             | 12%         | 11%         | 16%         | 19%         | 22%         | 资本开支               | (242)        | (253)        | (279)        | (297)        | (314)        |
| ROE              | 6%          | 8%          | 17%         | 21%         | 25%         | 其它投资现金流            | (101)        | 9            | (11)         | (14)         | (18)         |
| 毛利率              | 22%         | 22%         | 25%         | 26%         | 26%         | <b>投资活动现金流</b>     | <b>(343)</b> | <b>(244)</b> | <b>(290)</b> | <b>(311)</b> | <b>(332)</b> |
| EBIT Margin      | 7%          | 7%          | 11%         | 11%         | 12%         | 权益性融资              | 0            | 282          | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 15%         | 16%         | 17%         | 17%         | 17%         | 负债净变化              | 442          | 234          | 0            | 0            | 0            |
| 收入增长             | 4%          | 4%          | 30%         | 20%         | 17%         | 支付股利、利息            | (175)        | (171)        | (379)        | (493)        | (612)        |
| 净利润增长率           | 503%        | 27%         | 118%        | 30%         | 26%         | 其它融资现金流            | (306)        | (454)        | 278          | 42           | 76           |
| 资产负债率            | 61%         | 63%         | 65%         | 66%         | 67%         | <b>融资活动现金流</b>     | <b>(39)</b>  | <b>(109)</b> | <b>(101)</b> | <b>(451)</b> | <b>(536)</b> |
| 息率               | 2.0%        | 1.9%        | 4.2%        | 5.5%        | 6.9%        | <b>现金净变动</b>       | <b>(52)</b>  | <b>(55)</b>  | <b>187</b>   | <b>(119)</b> | <b>(7)</b>   |
| P/E              | 56.7        | 44.6        | 20.5        | 15.8        | 12.6        | 货币资金的期初余额          | 353          | 301          | 247          | 433          | 315          |
| P/B              | 3.5         | 3.5         | 3.4         | 3.3         | 3.2         | 货币资金的期末余额          | 301          | 247          | 433          | 315          | 307          |
| EV/EBITDA        | 21.9        | 20.9        | 15.6        | 13.4        | 11.7        | 企业自由现金流            | 199          | 466          | 404          | 447          | 659          |
|                  |             |             |             |             |             | 权益自由现金流            | 335          | 246          | 598          | 400          | 642          |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准   | 类别         | 级别   | 说明                            |
|--|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|  |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|  |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|  |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|  | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上         |
|  |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|  |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032