

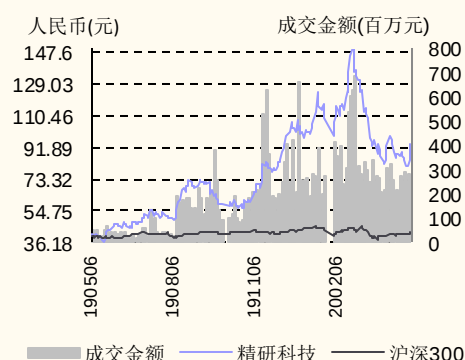
精研科技 (300709.SZ) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 93.72 元
 目标价格 (人民币): 126.00-126.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	.89
已上市流通 A 股(亿股)	.57
总市值(亿元)	83.16
年内股价最高最低(元)	98.73/80.50
沪深 300 指数	3913
创业板指	2069



MIM 应用多点开花，龙头受益需求高增

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	882	1,473	1,868	2,706	3,593
营业收入增长率	-4.33%	66.95%	26.82%	44.86%	32.78%
归母净利润(百万元)	37	171	217	320	425
归母净利润增长率	-76.03%	360.55%	26.87%	47.28%	32.90%
摊薄每股收益(元)	0.423	1.930	2.449	3.606	4.793
每股经营性现金流净额	0.94	4.31	2.66	5.02	6.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.94%	11.97%	13.73%	17.71%	20.21%
P/E	62.45	50.61	38.28	25.99	19.55
P/B	1.84	6.06	5.25	4.60	3.95

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **MIM 优势突出，多摄支架、折叠屏铰链、智能手表表壳等应用推动需求快速增长。**1) 相较于传统金属结构件加工技术，金属粉末注射成型技术 (MIM) 具备经济性更高、产品复杂程度更高、材料选择范围更广等诸多优势，适用于生产小型、精密、3D 复杂、高性能零件。2) 2018 年中国 MIM 市场规模为 60 亿元，下游需求以智能手机、可穿戴设备等消费电子为主。我们认为 MIM 符合消费电子“结构复杂化、尺寸精密化、材质高端化”的发展趋势，预计未来在多摄支架、折叠屏手机铰链、智能手表表壳等领域渗透率快速提升，根据我们的测算，2020 年仅在多摄支架、智能手表表壳两个领域全球潜在市场规模超 100 亿元，中国是全球智能手机及可穿戴设备产业的重要区域，预计 MIM 市场需求将快速增长。长期来看，海外 MIM 在汽车市场应用较多，考虑 MIM 满足汽车零部件“微型化、集成化、轻量化”的发展趋势，预计未来空间广阔。
- **国内 MIM 龙头，深度受益 MIM 渗透率提升。**1) 公司是国内 MIM 龙头，2018 年中国 MIM 市场的市占率约为 15%。兼具研发优势、客户优势（大客户苹果）、成本优势（MIM 工艺复杂、工序较多，公司管控能力强，综合良率高）、规模优势，营收规模、盈利能力高于同业。2) 2019 年公司年营收达 14.7 亿元，同增 67%，归母净利达 1.7 亿元，同增 361%，ROE 提升 9pct 至 12%，经营活动产生的现金流净额较去年同期大幅提升，盈利能力、盈利质量大幅改善。3) 公司主营产品为智能手机类 MIM 产品，2019 年营收、毛利占比均超 80%。近年来智能手机后置三摄、四摄渗透率逐步提升，MIM 摄像头支架综合优势明显，预计渗透率快速提升；智能手表表壳结构日趋复杂，MIM 化是大势所趋；随着折叠屏手机技术的不断升级和销售放量，对 MIM 铰链的需求将大幅增加，公司是海外折叠屏手机客户的核心供应商，其他客户也进展较快，MIM 铰链业务将成为公司新增长点。

盈利估值与估值

- 我们预计公司 2020-2022 年营收为 19、27、36 亿元，同增 27%、45%、33%，归母业绩为 2.2、3.2、4.3 亿元，同增 27%、47%、33%。给予公司目标价 126 (35*2021EPS) 元，给予“买入”评级。

风险：贸易政策、汇率波动、消费电子出货量不及预期、客户集中、2020 年 10 月 19 日 3 千万首发原股东限售股份解禁（占解禁前流通股的 55%）。

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
 (8621)61038318
 fanzhiyuan@gjzq.com.cn

刘妍雪 联系人
 liuyanxue@gjzq.com.cn

邓小路 联系人
 dengxiaolu@gjzq.com.cn

内容目录

一、MIM 优势突出，多摄支架、折叠屏铰链等应用渗透率快速提升	4
1.MIM 七大优势突出，适用于生产小型、精密、3D 复杂、高性能零件	4
2.中国 MIM 市场稳健增长，下游应用聚焦消费电子行业	5
3.消费电子应用助推需求快速增长，汽车应用未来可期.....	6
二、公司是国内 MIM 龙头，MIM 渗透率提升助力公司业绩持续高增	9
1.公司是国内 MIM 龙头，兼具研发优势、客户优势、规模优势.....	9
2.2019 年公司营收快速增长，盈利能力、盈利质量有所改善.....	10
3.深度绑定大客户+MIM 渗透率提升，助力公司未来业绩持续高增长.....	11
三、盈利预测与投资建议.....	15
1.盈利预测：预计公司 2020~2022 年归母业绩为 2.2、3.2、4.3 亿元.....	15
2.投资建议及估值：给予公司目标价 126 元.....	17
四、风险提示	17

图表目录

图表 1：MIM 工艺流程图	4
图表 2：MIM 关键工艺	4
图表 3：MIM 七大优势	5
图表 4：全球 MIM 市场稳健增长.....	5
图表 5：中国 MIM 市场稳健增长.....	5
图表 6：全球 MIM 市场按区域划分	6
图表 7：中国 MIM 市场按应用划分	6
图表 8：北美 MIM 市场按应用划分	6
图表 9：欧洲 MIM 市场按应用划分	6
图表 10：近年来后置三摄、四摄渗透率逐步提升.....	7
图表 11：华为 Mate 30 Pro 采用四摄设计	7
图表 12：2019 年三星推出 Galaxy Fold，铰链是折叠屏手机的关键部件、技术难度高.....	7
图表 13：2019 年华为发布折叠屏手机 Mate X.....	7
图表 14：AirPods 拆解图.....	8
图表 15：Apple watch 拆解图.....	8
图表 16：近年来智能穿戴行业快速增长.....	8
图表 17：MIM 表壳.....	8
图表 18：中国粉末冶金零件单车用量远低于海外.....	8
图表 19：MIM 汽车产品.....	8
图表 20：全球 MIM 企业中第一梯队企业不超过 10 家.....	9
图表 21：公司持续保持高额研发投入.....	10
图表 22：精研科技营收规模、盈利能力高于行业第二.....	10

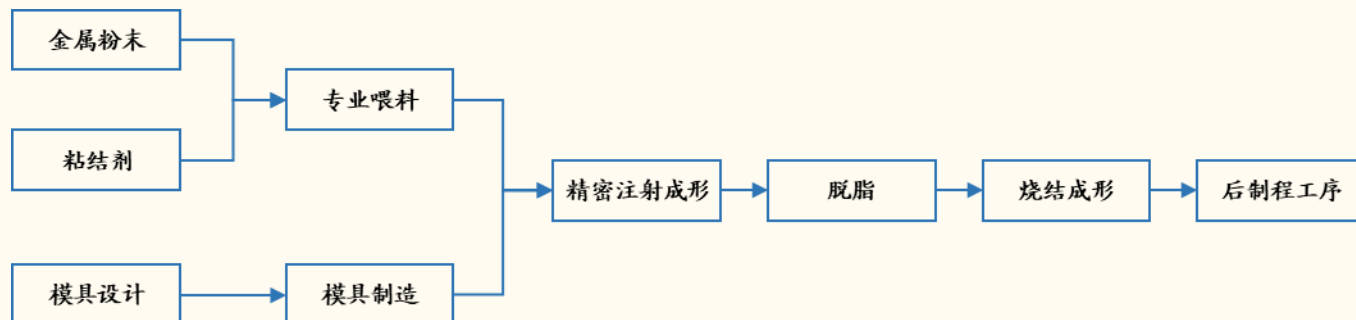
图表 23: 公司 2019 年营收、业绩高速增长.....	10
图表 24: 2019 年公司盈利能力有所恢复.....	10
图表 25: 公司净利率波动较大主要系毛利率波动较大.....	11
图表 26: 公司管理费率、研发费率维持高位.....	11
图表 27: 2019 年公司营运能力有所提升.....	11
图表 28: 2019 年公司经营活动产生现金流净额大幅改善.....	11
图表 29: 近年来公司智能手机类业务营收占比提升.....	12
图表 30: 近年来公司智能手机类业务毛利占比提升.....	12
图表 31: 公司智能手机类产品营收、毛利快速增长.....	12
图表 32: 2019 年公司智能手机类产品毛利率有所提升.....	12
图表 33: 智能手机类 MIM 件包括 SIM 卡托、连接器接口、摄像头支架.....	13
图表 34: 预计 2021 年全球智能手机出货量恢复增长.....	13
图表 35: 近年来苹果逐步由单摄向多摄演进, 2020 年拟推出后置四摄.....	13
图表 36: 近年来华为由双摄向五摄演进.....	14
图表 37: 公司智能穿戴类产品营收、毛利持续下滑.....	14
图表 38: 公司智能穿戴类产品毛利率持续下滑.....	14
图表 39: 2016 年 Fibit 为公司智能穿戴类产品营收贡献比例超 80%.....	15
图表 40: 2017、2018 年 Fibit 智能穿戴产品出货量持续下滑, 2019 年有所改善.....	15
图表 41: 预计智能穿戴设备出货量持续增长.....	15
图表 42: 智能穿戴行业 CR5 市占率达 66%.....	15
图表 43: 预计公司 2020~2022 年营收为 19、27、36 亿元, 同比 27%、45%、33%.....	15
图表 44: 预计公司 2020~2022 年归母业绩为 2.2、3.2、4.3 亿元, 业绩同比 27%、47%、33%.....	16
图表 45: 采取 PE 估值, 给予目标价 126 元.....	17

一、MIM 优势突出，多摄支架、折叠屏铰链等应用渗透率快速提升

1.MIM 七大优势突出，适用于生产小型、精密、3D 复杂、高性能零件

- 金属粉末注射成型技术（MIM）是一种成熟的制造技术，主要用于生产小型、精密、三维形状复杂、高性能的金属零件。MIM 关键工艺主要包括喂料、注射、脱脂、烧结及后制程序，其中均匀喂料和模具设计是可以低成本生产出高品质、定制化 MIM 产品的关键。

图表 1：MIM 工艺流程图



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

图表 2：MIM 关键工艺



专业喂料： 大约90%的金属粉末与10%的粘结剂混合成均质的喂料。相比于传统粉末冶金，金属粉末（微米级）的粒径和极低的杂质含量确保了MIM烧结密度达到理论密度的98%；而特殊配制的粘结剂能提供注射时的良好流动性也能保证高效的脱脂能力。



精密注射成型： 利用注射机将MIM喂料加热并均匀填充到模具型腔，冷却后得到MIM注射坯。符合MIM特点的模具与合理的工艺匹配是此工序的关键。



脱脂： 采用专业脱脂炉逐步高效去除注射坯中的主体粘结剂，残留的骨架粘结剂维持产品形状以便脱脂件移入烧阶段。



烧结成型： 在MIM的真空炉或气氛炉中，脱除骨架粘结剂，并在接近熔点的温度下使金属粉末致密化成完整的金属体，经冷却得到近乎成品形状的烧结件。



后制程序： 对外观件在产品进行相应的表面处理或机加工处理，如喷砂、抛光、清洗、PVD镀膜、攻丝、CNC等工序。

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

- 相较于传统金属成型技术（如机加工、精密铸造、传统粉末冶金），MIM 具备经济性更高、产品复杂程度更高、材料选择范围更广、产品密度更高、

尺寸精度更高、量产能力更灵活、原料利用率更高七大优势，MIM 在特定应用场景（形状复杂程度要求高、材料性能要求高等）快速推广。

图表 3：MIM 七大优势

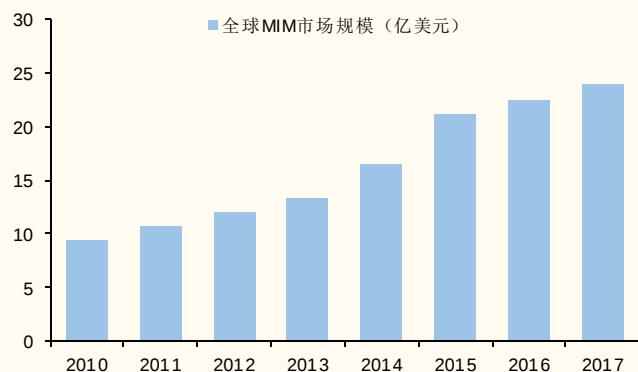
优势	详情
优势 1 经济性更高	对于复杂的零件，传统金属成型通常是先分解并制作出单个零件再组装，MIM 通过整体加工、简化加工程序、经济性更强。且传统金属成型成本随着零件复杂程度上升而上升，MIM 通过提升模具复杂程度保障成本不变，产品复杂程度更高，MIM 经济性更强。
优势 2 产品复杂程度更高	相对于其它金属成型方式，MIM 能制造造型更为复杂的零件，基本上注塑模具可以实现的所有结构都可以运用在 MIM 上，适用于产品复杂程度较高的应用场景、可产出熔模铸造所不能实现的特性，如小孔、薄壁、精细表面。
优势 3 材料选择范围更广	MIM 几乎可使用绝大部分金属材料，适用于对材料性能较高的应用场景。
优势 4 产品密度更高	MIM 因为烧结密度非常接近理论密度，其理化性能表现也非常出色，如机械强度等大幅超越传统粉末冶金。
优势 5 尺寸精度更高	MIM 一般可以做到± 0.5%的公差精度，配合其它加工方式，可以获得更高的尺寸精度。
优势 6 量产能力更灵活	MIM 可以灵活调整和迅速提升产量，从每日几百件到每日数十万多可以快速响应。
优势 7 原料利用率更高	原料利用率接近 100%，是一种近净成形技术，可有效避免材料的浪费。

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

2.中国 MIM 市场稳健增长，下游应用聚焦消费电子行业

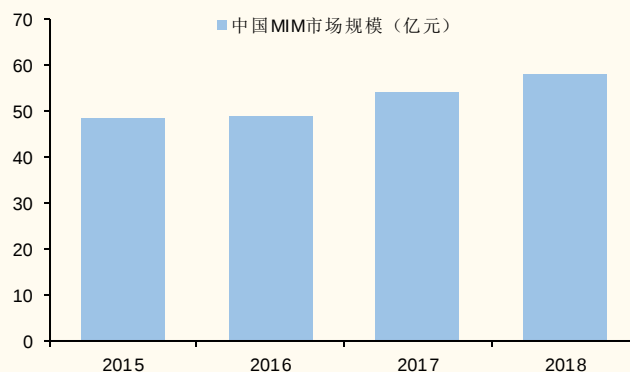
- 近年来 MIM 市场稳健增长。根据 MPIF，2018 年全球 MIM 市场规模达 26 亿美元，2015~2018 年 CAGR 为 7%，根据 BCC Research，预计 2018~2023 年全球 MIM 市场 CAGR 为 7.5%；根据中国钢协粉末冶金分会，2018 年中国（不含台湾）MIM 市场规模约为 60 亿元，2015~2018 年 CAGR 为 6%。

图表 4：全球 MIM 市场稳健增长



来源：MPIF，国金证券研究所

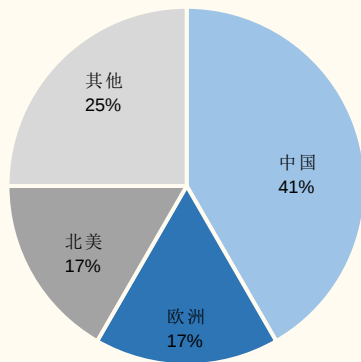
图表 5：中国 MIM 市场稳健增长



来源：中国钢协粉末冶金分会，国金证券研究所

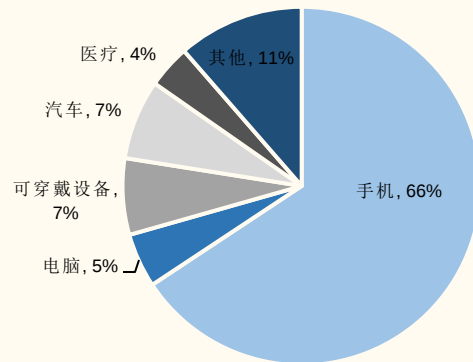
- 从区域来看，中国 MIM 市场占全球市场的 40%，是全球最大的市场，北美、欧洲 MIM 市场占全球市场的 17%，也是全球重要的市场。
- 从下游应用来看，中国 MIM 市场应用主要聚焦于手机等消费电子行业，手机应用占比近 70%；北美 MIM 应用主要聚焦于军火、医疗，分别占比为 33%、33%；欧洲 MIM 应用较为分散，其中汽车、军火应用占比为 22%、21%。

图表 6：全球 MIM 市场按区域划分



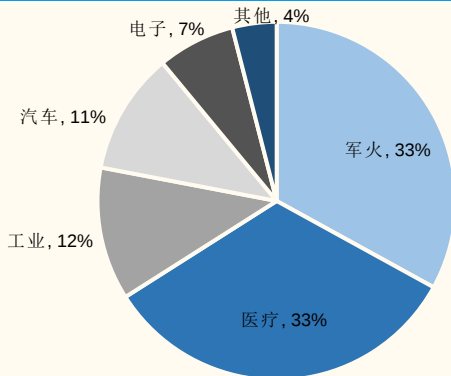
来源：MPIF，国金证券研究所

图表 7：中国 MIM 市场按应用划分



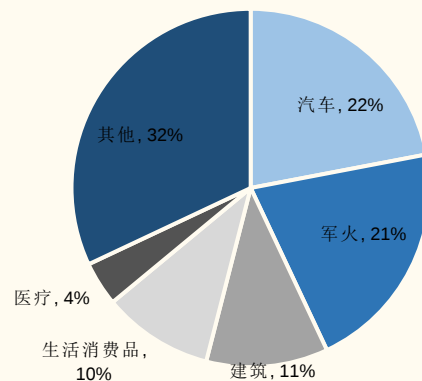
来源：中国钢协粉末冶金分会，国金证券研究所

图表 8：北美 MIM 市场按应用划分



来源：MPIF，国金证券研究所

图表 9：欧洲 MIM 市场按应用划分

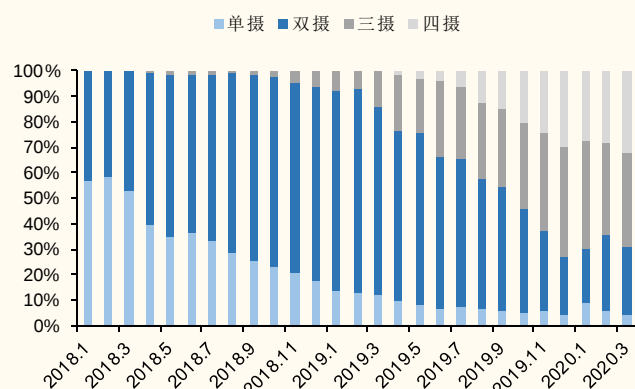


来源：MPIF，国金证券研究所

3.消费电子应用助推需求快速增长，汽车应用未来可期

- MIM 摄像头支架优势突出，预计 MIM 多摄支架潜在市场规模超 70 亿元。
1) 近年来后置三摄、四摄渗透率逐步提升，伴随摄像头个数增多，模组内部结构更加密集化、结构更加复杂，MIM 摄像头支架具备经济性更高、产品复杂程度更高、尺寸精度更高的优势，预计未来在三摄、四摄支架中 MIM 工艺渗透率快速提升。2) 根据国金监测数据，2019 年、2020 年 Q1 年中国智能手机后置三摄渗透率达 25%、39%，四摄渗透率达 9%、29%。我们假设 2020 年中国智能手机后置三摄、四摄渗透率达 40%、20%，假设 2020 年智能手机出货量为 12.3 亿部、同比下滑 10%，保守估计采用 MIM 工艺的三摄、四摄支架单价为 10 元，预计 2019、2020 年 MIM 多摄支架潜在市场规模达 47、74 亿元，目前 MIM 工艺渗透率仍低，预计未来需求快速增长。

图表 10：近年来后置三摄、四摄渗透率逐步提升



来源：国金创新数据中心，国金证券研究所

图表 11：华为 Mate 30 Pro 采用四摄设计



来源：公司官网，国金证券研究所

- 伴随折叠屏手机放量，折叠屏铰链有望成为 MIM 工艺下一个新增长点。1) 2019 年是折叠屏手机元年，多家智能手机企业推出折叠屏手机，三星推出 Galaxy Fold、华为推出 Mate X。2019 年全球折叠屏手机尚不足百万部，预计 2021 年超千万部。2) 转轴铰链支撑折叠功能，是折叠屏手机的关键部件，几乎决定了折叠屏的成败，既要做到轻薄、又要把连接、散热等百余个元件嵌入，还需要保障可靠性。相较于笔记本电脑的轴承技术，折叠手机铰链对精密度、耐用性、强度、轻薄度的要求更高，技术难度更高。MIM 具备材料选择范围更广、产品复杂程度更高的优势，完美契合折叠手机铰链需求。预计未来伴随折叠屏手机放量，MIM 需求快速增长。

图表 12：2019 年三星推出 Galaxy Fold，铰链是折叠屏手机的关键部件、技术难度高



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 13：2019 年华为发布折叠屏手机 Mate X



来源：公司官网，国金证券研究所

- 智能穿戴快速增长，保守估计 MIM 表壳潜在市场规模达 46 亿元。1) 近年来智能穿戴市场快速增长，根据 IDC，2018、2019 年全球智能穿戴设备出货量达 1.8 亿、3.4 亿台，同增 39%、89%。考虑智能穿戴具备零部件具有小型、复杂等要求，更具经济性的 MIM 工艺脱颖而出。2) 以智能手表表壳为例，2019 年智能手表出货量达 0.9 亿台，同增 83%，保守估计采用 MIM 表壳单价为 50 元，预计 2019 年 MIM 表壳潜在市场规模达 46 亿元，MIM 市场未来增长可期。

图表 14: AirPods 拆解图



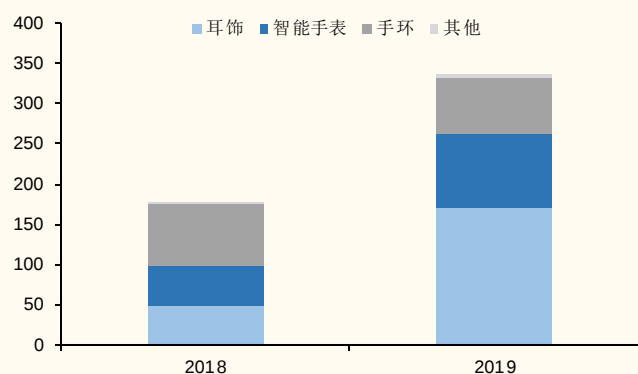
来源: iFixit, 国金证券研究所

图表 15: Apple watch 拆解图



来源: iFixit, 国金证券研究所

图表 16: 近年来智能穿戴行业快速增长



来源: IDC, 国金证券研究所

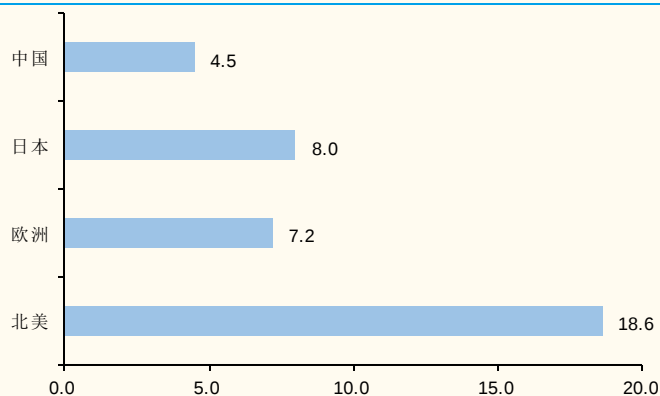
图表 17: MIM 表壳



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 目前国内 MIM 在汽车市场应用较少, 而北美、欧洲在汽车市场应用较多, 北美、欧洲、日本粉末冶金零件单车用量分别为 18.6kg、7.2kg、8kg, 中国仅为 4.5kg。考虑 MIM 满足汽车零部件“微型化、集成化、轻量化”的发展趋势, 预计未来空间广阔。

图表 18: 中国粉末冶金零件单车用量远低于海外



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 19: MIM 汽车产品



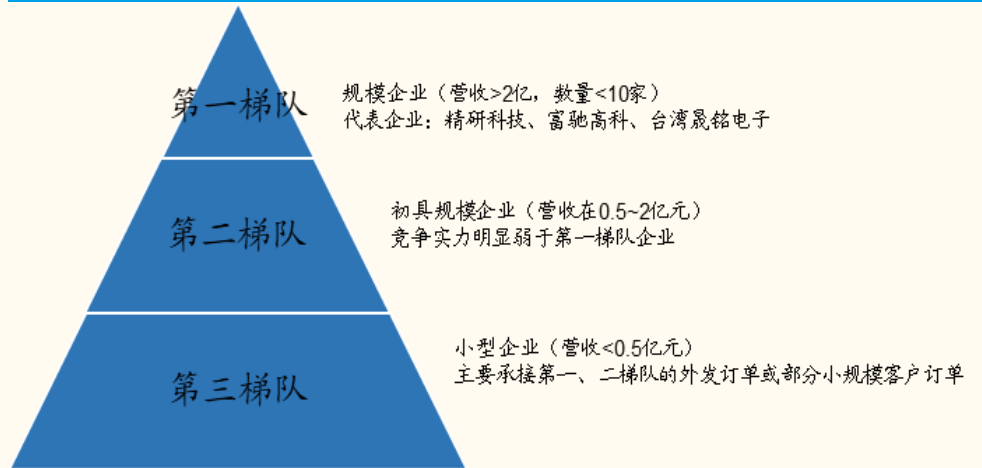
来源: 公司官网, 国金证券研究所

二、公司是国内 MIM 龙头，MIM 渗透率提升助力公司业绩持续高增

1. 公司是国内 MIM 龙头，兼具研发优势、客户优势、规模优势

- 公司是国内 MIM 龙头，全球市占率仅 5%。公司成立于 2004 年，并于 2017 年成功上市，公司是全球领先的 MIM 企业，2018 年公司营收为 9 亿元，在中国 MIM 市场的市占率约为 15%。2018 年全国 MIM 企业超 130 家，其中营收超过 2 亿元的企业数量不超过 10 家。

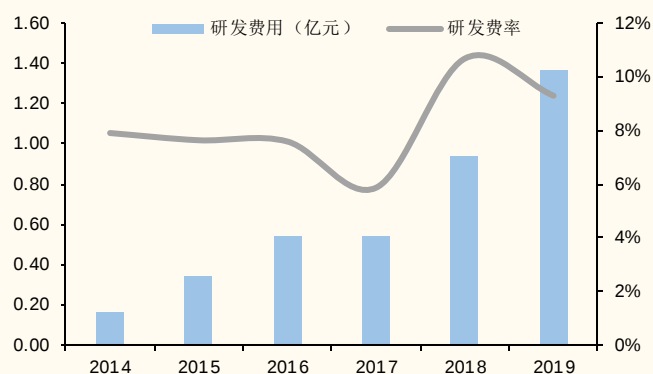
图表 20：全球 MIM 企业中第一梯队企业不超过 10 家



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

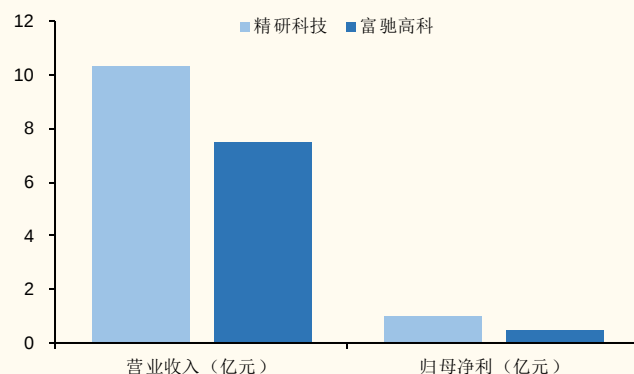
- 公司兼具研发优势、客户优势、成本优势、规模优势，盈利能力远超同业。
 - MIM 属于新兴的高新技术产业，伴随 MIM 渗透率持续提升、定制化结构件需求不断增多，企业需要对模具、喂料、工艺等技术不断创新，对现有设备进行自动化改造提升生产效率。公司长年保持高额研发，2018 年、2019 年公司研发费用达 0.94、1.37 亿元，研发费率达 11%、10%。目前公司已成功开发 1000 多种 MIM 产品，行业经验领先。
 - MIM 下游终端企业往往对供应商审核严格、审核周期较长，一旦进入供应链、将维持长期合作。公司下游客户苹果、三星、OPPO、步步高、fibit、小米、上汽通用、本田、长城等企业，涵盖主流消费电子品牌和汽车品牌。
 - MIM 工艺繁复，工序高达 36 道，我们假设每道工序良率为 99%，整套工序综合良率仅 69%，公司 MIM 产品综合良率可达 90%，超群的管控能力带来超群成本优势、生产效率。
 - 2019 年 Q3 公司营收、归母业绩为 10.3 亿元、1.02 亿元，行业第二富驰高科营收、归母业绩为 7.5 亿元、0.47 亿元，公司营收规模、盈利能力高于同业。

图表 21：公司持续保持高额研发投入



来源：wind，国金证券研究所

图表 22：精研科技营收规模、盈利能力高于行业第二

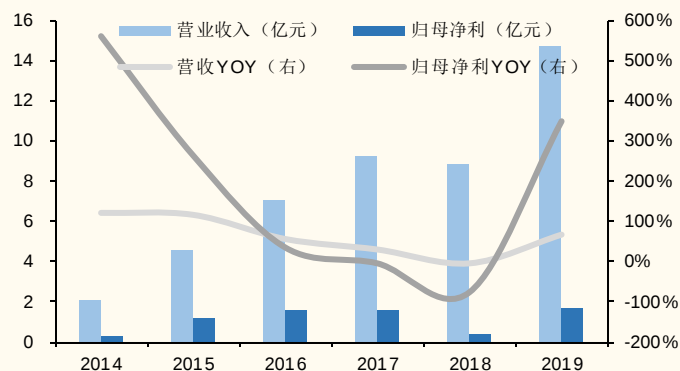


来源：wind，国金证券研究所

2.2019 年公司营收快速增长，盈利能力、盈利质量有所改善

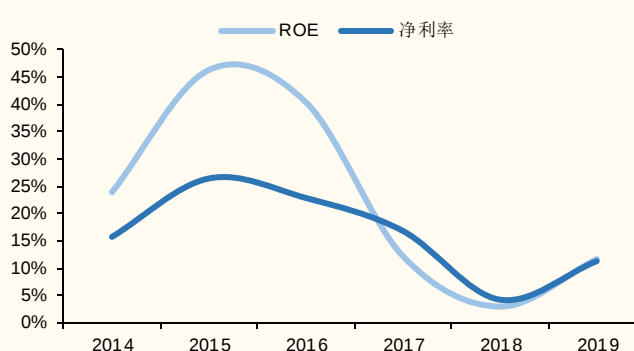
- 2019 年公司营收、净利大幅增长，盈利能力有所恢复。公司 2019 年营收达 14.7 亿元，同增 67%，归母净利达 1.7 亿元，同增 361%；2018 年公司营收同比下滑 4%，归母净利同比下滑 76%，净利润大幅下滑主要系大客户 Fibit 景气度下降导致营收、毛利率大幅下滑；2014~2019 年营收 CAGR 达 48%，归母净利 CAGR 达 38%。2019 年公司净利率为 11%，ROE 为 12%，盈利能力有所恢复。

图表 23：公司 2019 年营收、业绩高速增长



来源：wind，国金证券研究所

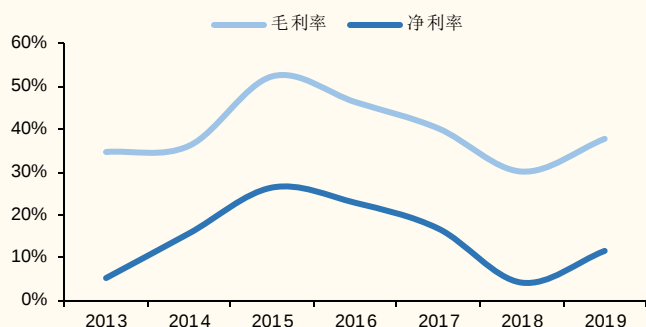
图表 24：2019 年公司盈利能力有所恢复



来源：wind，国金证券研究所

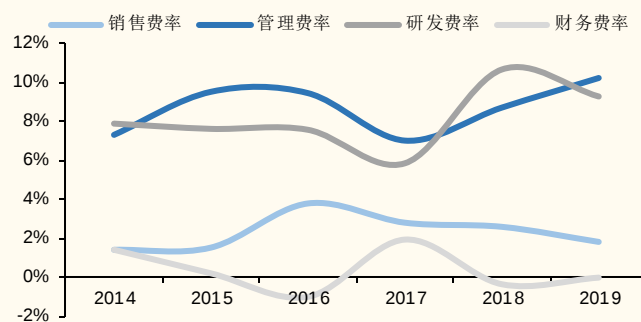
- 公司历史盈利能力波动较大，管理费率、研发费率维持高位。公司历史净利率波动较大主要系毛利率波动较大，公司毛利率波动主要受下游客户景气度、产品结构影响；公司销售费率、管理费率相对稳定，2018 年、2019 年公司销售费率为 3%、2%，管理费率为 9%、10%；公司注重研发投入，研发费率持续上行，2018 年、2019 年公司研发费率达 11%、9%；得益于成功上市募资，近两年公司财务费率有所下降。

图表 25：公司净利率波动较大主要系毛利率波动较大



来源：wind，国金证券研究所

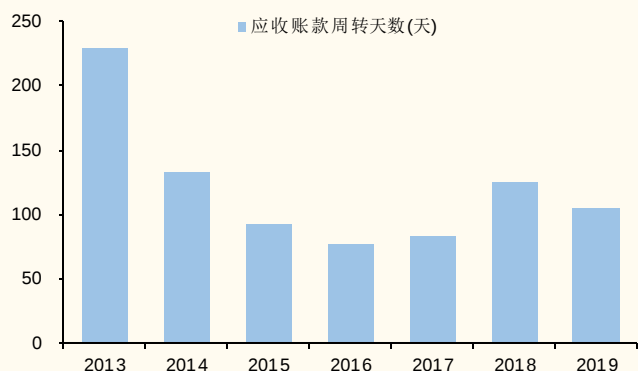
图表 26：公司管理费用率、研发费率维持高位



来源：wind，国金证券研究所

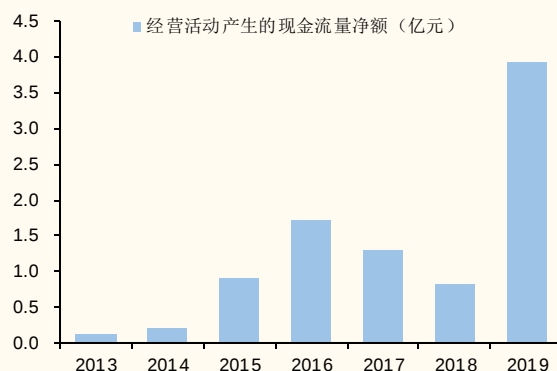
- 2019 年公司营运能力有所提升，经营活动产生的现金流净额大幅改善。1) 2019 年公司应收账款周转天数为 105 天，较去年同期下降 20 天，营运能力有所提升。2) 2019 年公司经营活动产生的现金流净额达 3.9 亿元，较去年同期大幅提升。

图表 27：2019 年公司营运能力有所提升



来源：wind，国金证券研究所

图表 28：2019 年公司经营活动产生现金流净额大幅改善

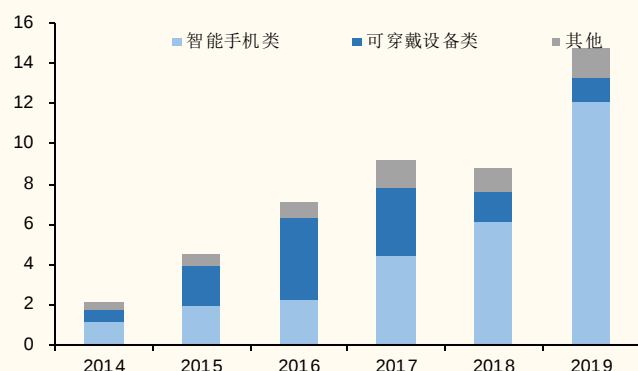


来源：wind，国金证券研究所

3.深度绑定大客户+MIM 渗透率提升，助力公司未来业绩持续高增长

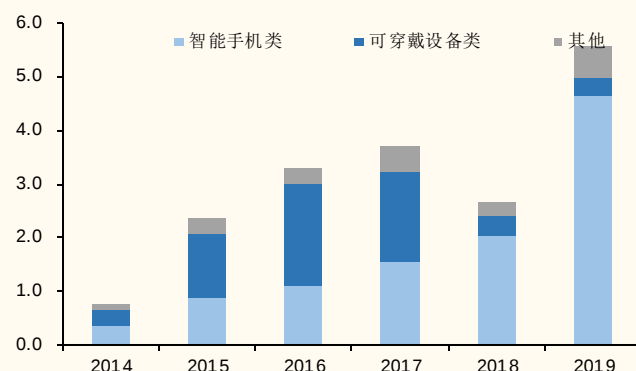
- 公司主营业务为向智能手机、可穿戴设备等消费电子领域、汽车领域大批量提供高复杂度、高精度、高强度、外观精美的定制化 MIM 核心零部件产品。近年来公司智能手机类产品营收占比、毛利占比持续提升，2019 年公司智能手机类、可穿戴设备类产品营收为 12、1 亿元，营收占比为 82%、8%，毛利为 4.63、0.35 亿元，毛利占比为 83%、6%。

图表 29：近年来公司智能手机类业务营收占比提升



来源：wind，国金证券研究所

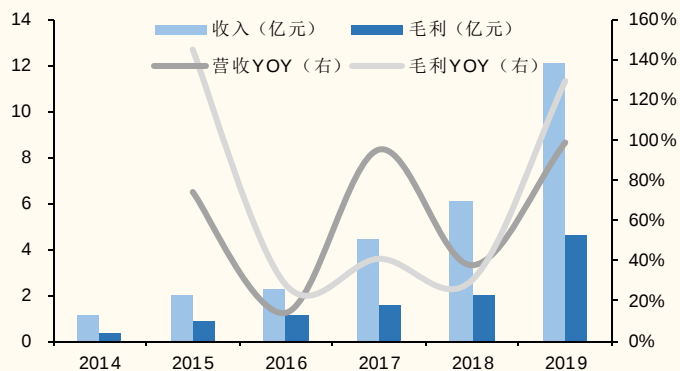
图表 30：近年来公司智能手机类业务毛利占比提升



来源：wind，国金证券研究所

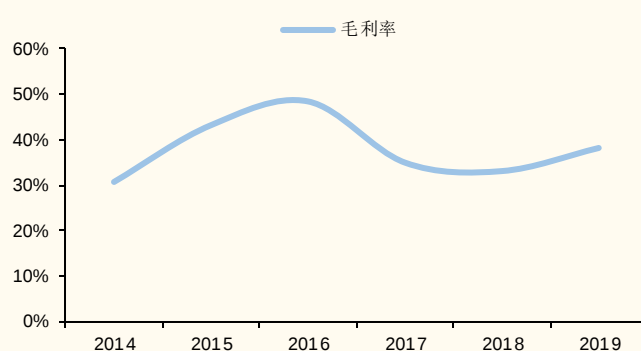
- 智能手机类业务：深度绑定苹果，伴随公司大客户多摄渗透率持续提升、MIM 工艺渗透率持续提升，公司业务快速增长。
- 公司智能手机类 MIM 件包括 SIM 卡托、连接器接口、摄像头支架等产品，近年来智能手机类营收、毛利快速增长。2018 年、2019 年公司智能手机类产品营收达 6.1、12.1 亿元，同增 38%、99%，毛利达 2、4.6 亿元，同 30%、129%，毛利率达 33%、38%。
- 2019 年智能手机出货量为 13.7 亿部，同减 2%。预计 2020 年受疫情影响、换机需求进一步被延迟，全球智能手机出货量同比下滑 10%，得益于“迟到的”5G 换机需求、2020 年低基数效应，预计 2021 年全球智能手机需求将恢复增长至 14 亿部。目前智能手机中 MIM 渗透率较低，考虑伴随智能手机三摄四摄渗透率提升、折叠屏手机渗透率提升，更适用于生产小型、精密、3D 复杂、高性能零件的 MIM 渗透率将进一步提升。

图表 31：公司智能手机类产品营收、毛利快速增长



来源：wind，国金证券研究所

图表 32：2019 年公司智能手机类产品毛利率有所提升



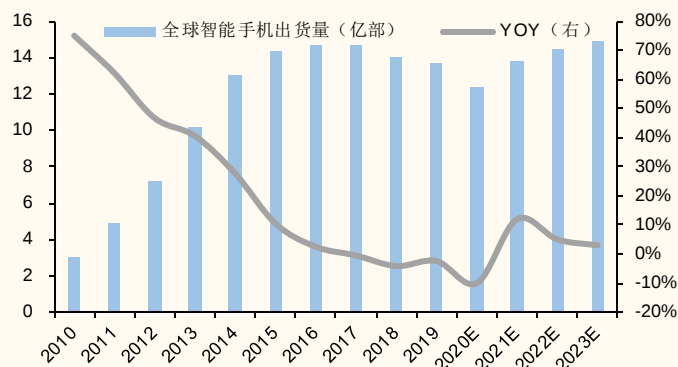
来源：wind，国金证券研究所

图表 33: 智能手机类 MIM 件包括 SIM 卡托、连接器接口、摄像头支架



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 34: 预计 2021 年全球智能手机出货量恢复增长



来源: IDC, 国金证券研究所

- 短期看 MIM 多摄支架驱动成长, 长期期待 MIM 折叠屏铰链。1) 智能手机行业集中度较高, 2019 年手机供应商 CR5 市占率达 70%。公司智能手机类 MIM 件终端客户主要为苹果、三星。2) 短期来看, 近年来苹果逐步由单摄向多摄演进, 华为更是由双摄向五摄演进, 伴随摄像头个数增多, 模组内部结构更加密集化、结构更加复杂、MIM 工艺脱颖而出, 预计未来伴随多摄渗透率持续提升、MIM 工艺渗透率持续提升, 公司智能手机类业务将高速增长。3) 长期来看, 我们认为折叠屏手机未来前景可期, 转轴铰链是折叠屏手机关键部件、技术难度高, MIM 工艺完美契合折叠手机铰链需求, 预计未来伴随折叠屏手机放量, 为公司智能手机类业务带来新增增长点。

图表 35: 近年来苹果逐步由单摄向多摄演进, 2020 年拟推出后置四摄



来源: 公司官网, 国金证券研究所

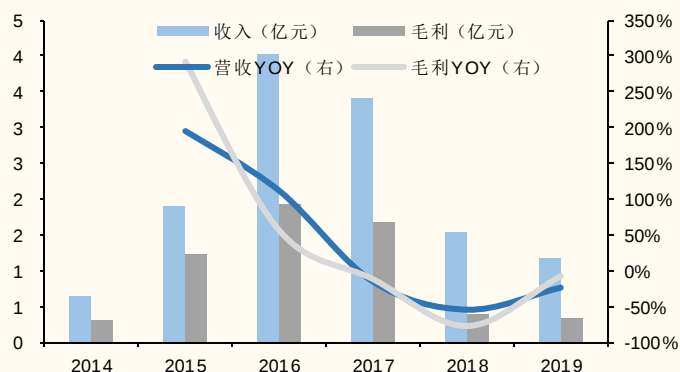
图表 36：近年来华为由双摄向五摄演进



来源：公司官网，国金证券研究所

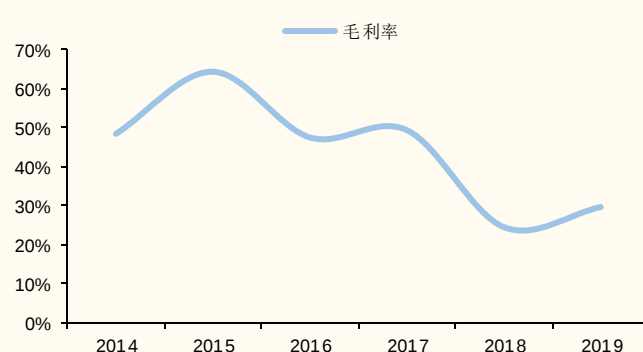
- **Fibit 出货量下滑拖累公司 2017、2018 年智能穿戴设备类业务，预计伴随公司积极开拓其他品牌、智能穿戴产品未来将恢复增长。**
- 2018 年、2019 年公司智能穿戴类产品营收为 1.55 亿元、1.18 亿元，同减 55%、24%，毛利为 0.38、0.35 亿元，同减 78%、8%，2019 年毛利率略有回升。我们认为公司智能穿戴产品营收、毛利持续下滑主要系公司大客户 Fibit 智能穿戴产品出货量持续下滑。2016 年 Fibit 为公司智能穿戴类产品营收贡献比例超 80%，占总营收的比例近 50%，但 2017、2018 年 Fibit 出货量持续下滑，同比下滑 32%、10%，2019 年有所改善，出货量同增 15%。

图表 37：公司智能穿戴类产品营收、毛利持续下滑



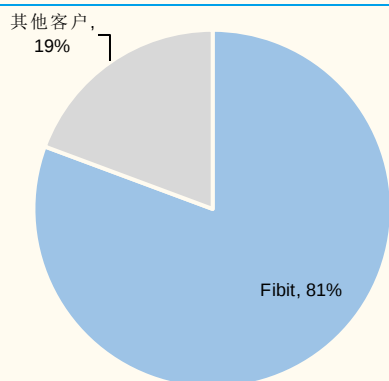
来源：wind，国金证券研究所

图表 38：公司智能穿戴类产品毛利率持续下滑



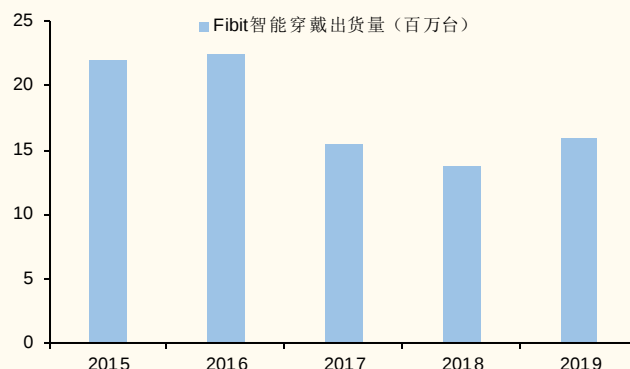
来源：wind，国金证券研究所

图表 39：2016 年 Fbit 为公司智能穿戴类产品营收贡献比例超 80%



来源：wind，国金证券研究所

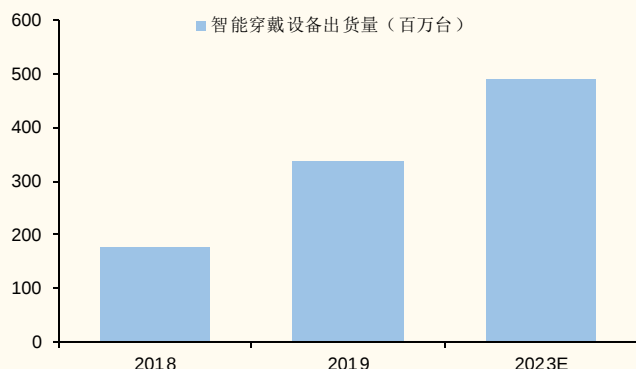
图表 40：2017、2018 年 Fbit 智能穿戴产品出货量持续下滑，2019 年有所改善



来源：wind，国金证券研究所

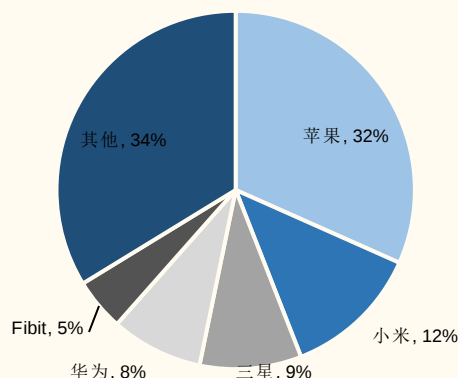
- 近年来可穿戴设备行业快速增长，根据 IDC，2018、2019 年全球智能穿戴设备出货量达 1.8 亿、3.4 亿台，同增 39%、89%。智能穿戴行业集中度较高，2019 年智能穿戴行业 CR5 市占率达 66%，其中苹果是智能穿戴行业领军者。我们认为未来伴随公司积极拓展大客户可穿戴设备（Apple watch、AirPods）订单，预计未来公司可穿戴产品将恢复增长。

图表 41：预计智能穿戴设备出货量持续增长



来源：IDC，国金证券研究所

图表 42：智能穿戴行业 CR5 市占率达 66%



来源：IDC，国金证券研究所

三、盈利预测与投资建议

1. 盈利预测：预计公司 2020~2022 年归母业绩为 2.2、3.2、4.3 亿元

- 预计公司 2020~2022 年营收为 19、27、36 亿元，同比 27%、45%、33%。1) 考虑在 MIM 工艺在摄像头支架、折叠屏铰链、表壳等消费电子领域渗透率有望快速提升，预计未来公司营收将维持高速增长，但考虑 2020 年受疫情影响，预计公司 2020 年营收增速有所下降，预计公司 2020~2022 年营收为 19、27、36 亿元，同比 27%、45%、33%。2) 考虑 2020 年受疫情影响、预计 2020 年智能手机类毛利率略有下降至 36%，2021 年毛利率恢复 38%；考虑可穿戴设备类毛利率逐步回升，预计 2020 年毛利率恢复至 32%，假设 2021、2022 年保持不变；对应 2020~2022 年公司综合毛利率为 36%、37%、38%。

图表 43：预计公司 2020~2022 年营收为 19、27、36 亿元，同比 27%、45%、33%

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
------	------	------	------	------	------	-------	-------	-------

总计									
收入 (亿元)	2.10	4.54	7.09	9.22	8.82	14.73	18.68	27.06	35.93
YOY	121%	116%	56%	30%	-4%	67%	27%	45%	33%
成本 (亿元)	1.34	2.16	3.8	5.51	6.16	9.16	12.02	16.92	22.44
毛利 (亿元)	0.76	2.38	3.29	3.71	2.66	5.57	6.66	10.14	13.49
毛利率	36%	52%	46%	40%	30%	38%	36%	37%	38%
智能手机类									
收入 (亿元)	1.14	1.99	2.27	4.43	6.10	12.12	15.76	23.63	31.91
YOY		74%	14%	95%	38%	99%	30%	50%	35%
成本 (亿元)	0.79	1.13	1.18	2.87	4.08	7.49	10.08	14.65	19.78
毛利 (亿元)	0.35	0.86	1.10	1.55	2.02	4.63	5.67	8.98	12.12
毛利率	31%	43%	48%	35%	33%	38%	36%	38%	38%
业务收入比例	54%	44%	32%	48%	69%	82%	84%	87%	89%
可穿戴设备类									
收入 (亿元)	0.65	1.91	4.04	3.42	1.55	1.18	1.18	1.30	1.43
YOY		195%	112%	-15%	-55%	-24%	0%	10%	10%
成本 (亿元)	0.33	0.68	2.12	1.73	1.18	0.83	0.80	0.88	0.97
毛利 (亿元)	0.31	1.23	1.92	1.69	0.38	0.35	0.38	0.42	0.46
毛利率	48%	64%	47%	49%	24%	29%	32%	32%	32%
业务收入比例	31%	42%	57%	37%	18%	8%	6%	5%	4%
其他									
收入 (亿元)	0.31	0.64	0.78	1.37	1.17	1.43	1.74	2.13	2.60
YOY		107%	22%	76%	-15%	22%	22%	22%	22%
成本 (亿元)	0.21	0.35	0.50	0.91	0.90	0.84	1.134	1.38	1.69
毛利 (亿元)	0.09	0.29	0.28	0.46	0.27	0.59	0.61	0.74	0.91
毛利率	31%	45%	36%	34%	23%	41%	35%	35%	35%
业务收入比例	15%	14%	11%	15%	13%	10%	9%	8%	7%

来源: wind, 国金证券研究所

- 预计公司 2020~2022 年归母业绩为 2.2、3.2、4.3 亿元，业绩同比 27%、47%、33%。考虑 2020 年受疫情影响、公司或进行费用管控，2020 年预计管理费率、研发费率略有下降。

图表 44：预计公司 2020~2022 年归母业绩为 2.2、3.2、4.3 亿元，业绩同比 27%、47%、33%

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	2.10	4.54	7.09	9.22	8.82	14.73	18.68	27.06	35.93
YOY	121%	116%	56%	30%	-4%	67%	27%	45%	33%
营业成本 (亿元)	1.34	2.16	3.80	5.51	6.16	9.16	12.02	16.92	22.44
毛利 (亿元)	0.76	2.38	3.29	3.71	2.66	5.57	6.66	10.14	13.49
毛利率	36%	52%	46%	40%	30%	38%	36%	37%	38%
税金及附加 (亿元)	0.01	0.05	0.05	0.10	0.09	0.13	0.17	0.24	0.32
税金及附加率	0.48%	1.10%	0.71%	1.08%	1.02%	0.88%	0.90%	0.90%	0.90%
销售费用 (亿元)	0.03	0.07	0.27	0.26	0.23	0.27	0.34	0.49	0.65
销售费率	1.43%	1.54%	3.81%	2.82%	2.61%	1.83%	1.80%	1.80%	1.80%
管理费用 (亿元)	0.15	0.43	0.67	0.65	0.77	1.51	1.77	2.71	3.59
管理费率	7.33%	9.54%	9.47%	7.04%	8.73%	10.25%	9.50%	10.00%	10.00%
研发费用 (亿元)	0.17	0.35	0.54	0.54	0.94	1.37	1.68	2.71	3.59
研发费率	7.91%	7.64%	7.59%	5.87%	10.69%	9.30%	9.00%	10.00%	10.00%
财务费用 (亿元)	0.03	0.01	-0.07	0.18	-0.03	0.00	-0.07	-0.09	-0.13

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
财务费率	1.43%	0.22%	-0.99%	1.95%	-0.34%	0.00%	-0.38%	-0.33%	-0.37%
加：其他收益（亿元）				0.02	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04
投资净收益（亿元）				0.03	0.06	0.02	0.06	0.06	0.06
公允价值变动净收益（亿元）				0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02
资产减值损失（亿元）	0.03	0.06	0.12	0.20	0.37	0.34	0.43	0.59	0.79
营业外收支（亿元）	0.03	0.01	0.19	0.05	-0.06	-0.02	0	0	0
利润总额（亿元）	0.38	1.43	1.89	1.80	0.35	1.92	2.44	3.60	4.78
减：所得税（亿元）	0.05	0.23	0.27	0.25	-0.02	0.21	0.27	0.40	0.53
所得税率	13%	16%	14%	14%	-6%	11%	11%	11%	11%
净利润（亿元）	0.33	1.20	1.62	1.55	0.37	1.71	2.17	3.20	4.25
归母净利（亿元）	0.33	1.20	1.62	1.55	0.37	1.71	2.17	3.20	4.25

来源：wind，国金证券研究所

2.投资建议及估值：给予公司目标价 126 元

- 采取 PE 估值，给予目标价 126 元。我们选取东睦股份、长盈精密、科森科技、信维通信为可比公司，考虑公司作为 MIM 龙头，具备一定估值溢价，保守给予公司 2021 年 35 倍 PE 估值，对应目标价 126 元，给予买入评级。

图表 45：采取 PE 估值，给予目标价 126 元

证券代码	证券简称	收盘价	总市值（亿元）	EPS			PE		
				2019	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300709.SZ	精研科技	93.72	83	1.93	2.45	3.61	49	38	26
600114.SH	东睦股份	9.33	58	0.50	0.56	0.70	19	17	13
300115.SZ	长盈精密	19.5	177	0.09	0.69	1.00	212	28	19
603626.SH	科森科技	11.13	53	-0.44	0.43	0.64	-26	26	17
300136.SZ	信维通信	41.3	400	1.05	1.45	1.95	93	27	18
均值							75	24	17

来源：wind，国金证券研究所

四、风险提示

- 贸易政策、汇率波动风险：公司营收以海外客户营收为主、海外营收占比超 70%。未来中美贸易摩擦若进一步加剧、或汇率出现较大波动时，或对公司业绩造成不利影响。
- 消费电子出货量不及预期：消费电子是公司的主要下游，若受经济下行、疫情影响，消费电子需求大幅下行或对公司业绩造成冲击。
- 客户集中风险：公司前五大客户营收占比超 50%，未来若终端客户销售不佳或对公司、销售回款造成冲击。
- 限售股解禁风险：2020 年 10 月 19 日 3 千万首发原股东限售股份解禁（占解禁前流通股的 55%）。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	922	882	1,473	1,868	2,706	3,593
增长率		-4.3%	66.9%	26.8%	44.9%	32.8%
主营业务成本	-551	-616	-916	-1,202	-1,692	-2,244
%销售收入	59.8%	69.8%	62.2%	64.3%	62.5%	62.5%
毛利	371	266	557	666	1,014	1,349
%销售收入	40.2%	30.2%	37.8%	35.7%	37.5%	37.5%
营业税金及附加	-10	-9	-13	-17	-24	-32
%销售收入	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-26	-23	-27	-34	-49	-65
%销售收入	2.8%	2.6%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%
管理费用	-119	-77	-151	-177	-271	-359
%销售收入	12.9%	8.7%	10.3%	9.5%	10.0%	10.0%
研发费用	0	-94	-137	-168	-271	-359
%销售收入	0.0%	10.7%	9.3%	9.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	216	63	228	270	400	533
%销售收入	23.4%	7.2%	15.5%	14.5%	14.8%	14.8%
财务费用	-18	3	0	7	9	13
%销售收入	2.0%	-0.3%	0.0%	-0.4%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-20	-37	-34	-43	-59	-79
公允价值变动收益	1	1	2	0	0	0
投资收益	3	6	2	6	6	6
%税前利润	1.9%	18.1%	1.1%	2.5%	1.7%	1.3%
营业利润	175	41	194	244	360	478
营业利润率	18.9%	4.6%	13.2%	13.1%	13.3%	13.3%
营业外收支	5	-6	-2	0	0	0
税前利润	180	35	192	244	360	478
利润率	19.5%	3.9%	13.0%	13.1%	13.3%	13.3%
所得税	-25	2	-21	-27	-40	-53
所得税率	13.6%	-6.8%	10.8%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	155	37	171	217	320	425
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	155	37	171	217	320	425
净利率	16.8%	4.2%	11.6%	11.6%	11.8%	11.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	155	37	171	217	320	425
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	59	92	131	118	151	189
非经营收益	15	-11	-6	-12	-10	-11
营运资金变动	-99	-35	85	-87	-15	-30
经营活动现金净流	130	82	382	236	446	574
资本开支	-222	-226	-151	-164	-189	-210
投资	0	0	0	0	0	0
其他	7	-43	-246	6	6	6
投资活动现金净流	-215	-269	-397	-158	-183	-204
股权募资	763	0	19	0	0	0
债权募资	-98	-52	0	3	2	2
其他	-89	-72	-9	-65	-96	-128
筹资活动现金净流	576	-123	10	-62	-94	-126
现金净流量	491	-310	-5	15	169	244

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	620	337	336	352	520	765
应收账款	264	362	530	600	792	1,007
存货	105	127	233	263	357	461
其他流动资产	11	66	309	317	322	328
流动资产	1,000	891	1,408	1,532	1,991	2,560
%总资产	63.2%	53.9%	64.2%	63.5%	67.0%	70.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	497	677	709	785	875	966
%总资产	31.4%	41.0%	32.3%	32.6%	29.5%	26.5%
无形资产	51	57	50	54	57	61
非流动资产	583	761	784	879	981	1,085
%总资产	36.8%	46.1%	35.8%	36.5%	33.0%	29.8%
资产总计	1,583	1,652	2,192	2,411	2,972	3,645
短期借款	52	0	0	0	0	0
应付款项	211	333	644	699	986	1,307
其他流动负债	37	37	99	109	158	209
流动负债	300	370	744	809	1,143	1,516
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	12	17	18	20	22	24
负债	312	388	761	829	1,165	1,540
普通股股东权益	1,271	1,264	1,431	1,583	1,807	2,104
其中：股本	88	88	89	89	89	89
未分配利润	287	273	417	570	794	1,091
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,583	1,652	2,192	2,411	2,972	3,645

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.763	0.423	1.930	2.449	3.606	4.793
每股净资产	14.441	14.369	16.120	17.837	20.361	23.716
每股经营现金净流	1.479	0.936	4.307	2.661	5.020	6.466
每股股利	0.000	0.511	0.110	0.734	1.082	1.438
回报率						
净资产收益率	12.21%	2.94%	11.97%	13.73%	17.71%	20.21%
总资产收益率	9.80%	2.25%	7.81%	9.01%	10.77%	11.67%
投入资本收益率	14.10%	5.35%	14.18%	15.18%	19.70%	22.56%
增长率						
主营业务收入增长率	30.05%	-4.33%	66.95%	26.82%	44.86%	32.78%
EBIT增长率	23.31%	-70.65%	259.11%	18.62%	48.09%	33.39%
净利润增长率	-3.96%	-76.03%	360.55%	26.87%	47.28%	32.90%
总资产增长率	92.36%	4.35%	32.67%	10.01%	23.25%	22.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	84.5	127.5	106.9	120.0	115.0	115.0
存货周转天数	75.3	68.6	71.7	80.0	77.0	75.0
应付账款周转天数	118.9	104.1	101.8	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	162.4	262.4	163.1	143.6	111.3	93.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.78%	-26.74%	-44.60%	-41.30%	-45.51%	-50.69%
EBIT利息保障倍数	11.7	-22.8	1,924.9	-37.9	-44.3	-40.1
资产负债率	19.73%	23.47%	34.73%	34.36%	39.21%	42.26%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	4
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.33

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH