

精研科技 (300709.SZ)

MIM 毛利率同比提升，折叠屏市场蓬勃发展

买入

核心观点

21 年营收同比增长 53.7%，归母净利润同比增长 29.6%。21 年公司营收 24.04 亿元 (YoY: 53.7%)，其中 4Q21 营收 6.82 亿元 (YoY: 51.6%)，高增长得益于折叠屏市场快速发展、客户订单量增长以及安特信纳入合并报表范围。21 年归母净利润 1.84 亿元 (YoY: 29.6%)，扣非后归母净利润 7228 万元 (YoY: -37.5%)，两者相差较大主要系：1) 公司持股 60% 的子公司安特信亏损 5399 万元且未达到业绩承诺，公司计提商誉减值 8976 万元 (经常性损益)，获得业绩补偿收益 9000 万元 (非经常性损益)；2) 公司获得政府补助 1600 万元。

21 年 MIM 毛利率同比提升 2.91pct，产品结构变化致综合毛利率同比下滑。21 年公司毛利率 25.93% (YoY: -1.94pct)，其中 4Q21 毛利率 29.98% (YoY: -2.13pct, QoQ: -1.10pct)，同比下滑主要系毛利率相对较低的安特信 TWS 业务并表所致，21 年公司传统主业 MIM 零部件及组件的毛利率同比提升 2.91pct 至 30.02%。21 年公司期间费用率同比下降 1.19pct 至 17.42%，其中销售费用率同比下降 0.26pct 至 2.00%；管理费用率同比基本持平；研发费用率同比下降 2.23pct 至 7.31%，财务费用率同比提升 1.26pct 至 1.40%。

MIM 营收稳步增长，积极开拓 TWS 耳机及传动、散热新业务。分业务来看，21 年 MIM 产品营收 18.87 亿元 (YoY: 29.2%)，毛利率 30.02% (YoY: 2.91pct)，主要得益于折叠屏手机的兴起以及智能手表、TWS 耳机等可穿戴设备的快速发展。21 年终端产品 (主要为安特信 TWS 耳机业务) 营收 3.76 亿元，毛利率 6.56%，随着采购、生产管理逐步优化，22 年安特信有望实现扭亏为盈。21 年传动、散热及其他产品营收 1.01 亿元 (YoY: 19.8%)，毛利率 17.18%。

折叠屏成为 3C 创新主旋律，公司 MIM 及传动业务有望充分受益。根据 DSCC 数据，21 年全球折叠屏手机出货量同比增长 254% 至 798 万部，预计 22 年出货量将同比增长 123% 至 1777 万部，预计 26 年出货量将达到 5468 万部 (21-26 年 CAGR 为 47%)。根据科创板日报报道，21 年 12 月发布的 OPPO Find N 的铰链成本超 600 元，22 年 4 月即将发布的 vivo X Fold 铰链成本超 1200 元。公司是三星、华为为折叠屏铰链 MIM 件的核心供应商，并积极配合客户向转轴组件的方向拓展，从量、价的角度折叠屏相关业务收入均具备较大增长弹性。

投资建议：我们看好折叠屏手机快速渗透背景下公司业绩的增长弹性，预计公司 22-24 年归母净利润同比增长 80.2%/41.8%/23.8% 至 3.31/4.70/5.82 亿元，参考 22 年可比公司 Wind 一致预期均值 17.61 倍 PE 估值，给予公司 22 年 17-18 倍预期 PE，对应目标价 51.48-54.51 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，折叠屏手机销售不及预期，行业竞争加剧。

公司研究 · 财报点评

电子 · 消费电子

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

联系人：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

联系人：李梓澎

0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	51.48 - 54.51 元
收盘价	38.01 元
总市值/流通市值	5892/4675 百万元
52 周最高价/最低价	62.88/27.01 元
近 3 个月日均成交额	157.94 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

《精研科技-300709-2021 年业绩预告点评：折叠屏手机畅销，全球 MIM 龙头开启新征程》——2022-01-29
 《精研科技-300709-财报点评：旺季叠加折叠屏畅销，3Q 收入创历史新高》——2021-10-29
 《精研科技-300709-动态点评：5G/折叠屏/可穿戴蓬勃发展，全球 MIM 龙头重新启程》——2021-09-08

盈利预测和财务指标

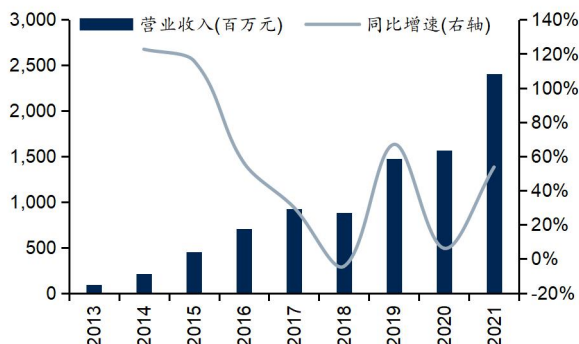
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,564	2,404	3,466	4,632	5,656
(+/-%)	6.2%	53.7%	44.2%	33.7%	22.1%
净利润 (百万元)	142	184	331	470	582
(+/-%)	-17.2%	29.6%	80.2%	41.8%	23.8%
每股收益 (元)	1.23	1.18	2.14	3.03	3.75
EBIT Margin	10.7%	10.1%	11.5%	12.0%	12.0%
净资产收益率 (ROE)	8.3%	7.9%	12.7%	15.7%	16.7%
市盈率 (PE)	31.0	32.1	17.8	12.6	10.1
EV/EBITDA	23.1	18.6	13.7	10.8	9.2
市净率 (PB)	2.57	2.52	2.26	1.97	1.69

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

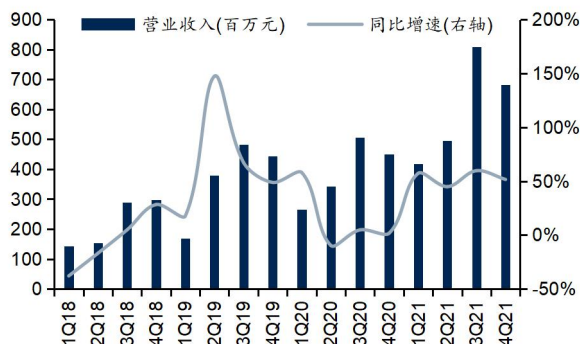
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图1: 公司营业收入及同比增速



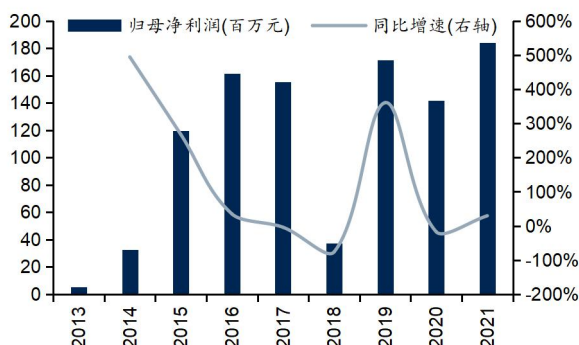
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速



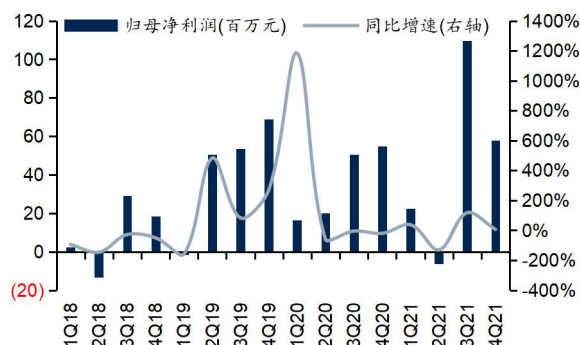
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速



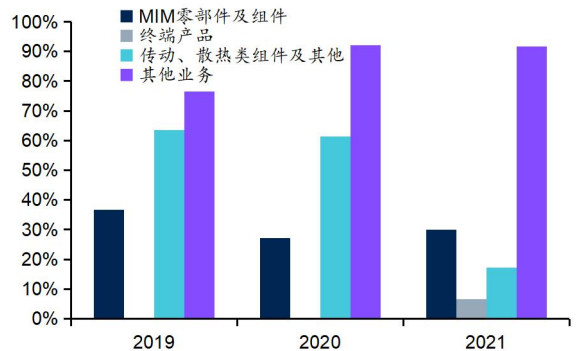
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司分产品营收结构



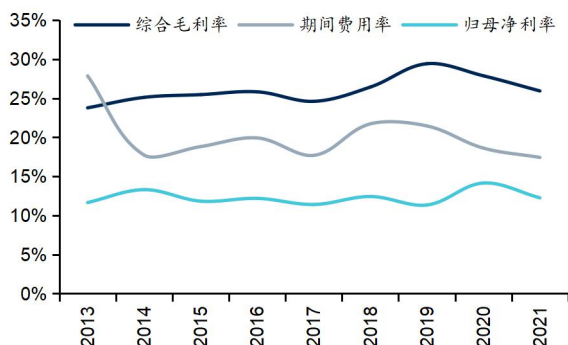
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分产品毛利率



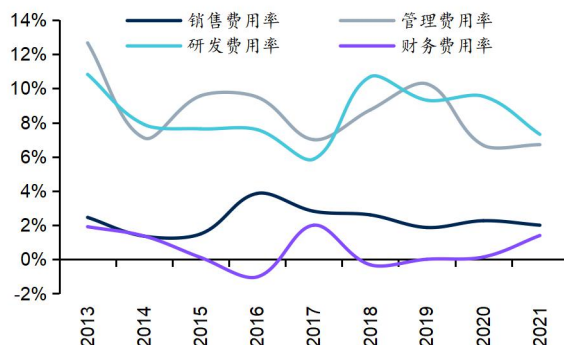
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 我们看好折叠屏手机快速渗透背景下公司业绩的增长弹性, 我们预计22-24年公司营业收入同比增长44.2%/33.7%/22.1%至34.66/46.32/56.56亿元, 归母净利润同比增长80.2%/41.8%/23.8%至3.31/4.70/5.82亿元, 参考22年可比公司Wind一致预期均值17.61倍PE估值, 给予公司22年17-18倍预期PE, 对应目标价51.48-54.51元, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值比较 (股价为2022年4月1日数据)

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				CAGR (20-23E)	PE (倍)				PEG (2022E)	总市值 (亿元)
			2020A	2021A/E	2022E	2023E		2020A	2021A/E	2022E	2023E		
300709	精研科技	38.01	1.18	2.14	3.03	3.75	46.8%	32.08	17.80	12.55	10.14	0.27	59
可比公司:													
002475	立讯精密	31.30	1.03	1.01	1.46	1.90	22.6%	30.39	30.99	21.50	16.50	0.95	2215
002241	歌尔股份	35.02	0.89	1.29	1.71	2.20	35.2%	39.35	27.15	20.43	15.91	0.58	1196
002273	水晶光电	11.15	0.37	0.34	0.45	0.54	13.4%	30.14	32.79	25.04	20.66	1.87	155
300115	长盈精密	9.84	0.65	-0.48	0.77	1.11	19.7%	15.14	-20.50	12.82	8.84	0.65	118
603626	科森科技	8.72	-0.10	0.69	0.74	1.00	127.5%	-84.82	12.60	11.80	8.68	0.09	49
600114	东睦股份	8.37	0.14	0.04	0.43	0.62	64.2%	59.79	231.22	19.42	13.49	0.30	52
300136	信维通信	17.89	1.01	1.07	1.46	1.92	23.9%	17.76	16.71	12.27	9.34	0.51	173
均值			0.57	0.57	1.00	1.33	43.8%	15.39	47.28	17.61	13.35	0.71	

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

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	869	511	572	618	710	营业收入	1564	2404	3466	4632	5656
应收款项	650	816	1044	1333	1627	营业成本	1099	1759	2473	3283	3987
存货净额	418	364	515	684	833	营业税金及附加	9	17	26	32	40
其他流动资产	59	43	69	117	119	销售费用	35	48	70	95	118
流动资产合计	2097	1894	2360	2912	3448	管理费用	104	161	241	323	401
固定资产	1034	1354	1670	2013	2343	研发费用	149	176	256	346	430
无形资产及其他	84	155	149	142	136	财务费用	2	34	(3)	(2)	(5)
投资性房地产	55	179	179	179	179	投资收益	18	21	14	18	17
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(52)	(70)	(29)	(25)	(21)
资产总计	3270	3581	4359	5246	6107	其他收入	8	7	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	0	200	257	290	200	营业利润	139	168	388	550	682
应付款项	1008	763	1093	1455	1769	营业外净收支	4	3	2	3	3
其他流动负债	98	217	307	375	489	利润总额	144	171	390	553	685
流动负债合计	1106	1181	1658	2120	2458	所得税费用	2	9	39	55	68
长期借款及应付债券	416	3	3	3	3	少数股东损益	0	(21)	19	28	34
其他长期负债	38	49	60	74	87	归属于母公司净利润	142	184	331	470	582
长期负债合计	454	52	63	77	90	现金流量表（百万元）					
负债合计	1560	1233	1721	2197	2548	净利润	142	162	351	498	616
少数股东权益	0	10	27	49	78	资产减值准备	16	110	62	38	43
股东权益	1710	2337	2611	3000	3481	折旧摊销	90	141	157	197	234
负债和股东权益总计	3270	3581	4359	5246	6107	公允价值变动损失	52	70	29	25	21
关键财务与估值指标						财务费用	2	34	(3)	(2)	(5)
每股收益	1.23	1.18	2.14	3.03	3.75	营运资本变动	13	(224)	87	(25)	39
每股红利	0.22	0.21	0.37	0.52	0.65	其它	(336)	(105)	(62)	(40)	(43)
每股净资产	14.80	15.06	16.83	19.33	22.43	经营活动现金流	(21)	188	620	690	904
ROIC	20%	19%	23%	28%	30%	资本开支	(316)	(513)	(558)	(596)	(622)
ROE	8%	8%	13%	16%	17%	其它投资现金流	232	(81)	0	0	0
毛利率	30%	27%	29%	29%	30%	投资活动现金流	(84)	(594)	(558)	(596)	(622)
EBIT Margin	11%	10%	12%	12%	12%	权益性融资	(8)	8	0	0	0
EBITDA Margin	16%	16%	16%	16%	16%	负债净变化	0	3	0	0	0
收入增长	6%	54%	44%	34%	22%	支付股利、利息	(26)	(32)	(57)	(81)	(101)
净利润增长率	-17%	30%	80%	42%	24%	其它融资现金流	579	165	57	33	(90)
资产负债率	48%	35%	40%	43%	43%	融资活动现金流	545	145	(1)	(48)	(190)
息率	0.4%	0.5%	1.0%	1.4%	1.7%	现金净变动	432	(251)	61	46	92
P/E	31.0	32.1	17.8	12.6	10.1	货币资金的期初余额	285	717	466	527	573
P/B	2.6	2.5	2.3	2.0	1.7	货币资金的期末余额	717	466	527	573	665
EV/EBITDA	23.1	18.6	13.7	10.8	9.2	企业自由现金流	0	(365)	46	76	263
						权益自由现金流	0	(197)	105	111	178

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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：518001 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