

折叠屏手机加速放量，业绩开启新增长极

投资要点

- **投资逻辑:** 公司是全球 MIM 行业的龙头企业,在 MIM 领域拥有突出的技术优势、领先的产能市占率,以及深度、稳定合作的客户基础。1) 中短期: 受益于终端需求放量,未来三年折叠屏手机铰链和可穿戴设备 MIM 件收入复合增速达 50%; 2) 长期: 公司发力传动和散热业务,未来三年收入复合增速有望超 100%, 打开新的成长曲线。
- **折叠屏手机: 市场加速放量, 公司作为铰链 MIM 件核心供应商有望直接受益。**
1) **行业层面:** 受益于产品性能升级、价格下沉, 2021 年全球折叠机出货实现爆发式增长, 同比+264%, 预计 2023 年有望达 2800 万台, 渗透率将从 2020 年的 0.18% 提升至 2.5% 以上。随着 U 型铰链结构向水滴型升级, 未来铰链 MIM 件单机用量和价值量或将明显提升, 预计 2023 年折叠屏手机铰链、铰链 MIM 件市场规模有望超 70、20 亿元, 均实现超 3 倍的增长。2) **公司层面:** 目前折叠屏手机市场 S 客户一家独大, 份额高达 9 成。公司是 S 客户铰链 MIM 件的主供, 2022 年 S 客户出货量持续高增长将为公司业绩贡献重要增量。H 客户折叠机产品随着迭代优化, 出货有望加速放量, 叠加公司份额提升, 亦将增厚公司业绩。小米、荣耀、OV 等也在积极布局折叠机领域, 公司积极在其铰链 MIM 件供应链中开拓新项目, 未来有望打开新的增量空间。目前, 公司积极参与折叠机铰链组装环节, 其铰链供应单机价值量将进一步提升。
- **可穿戴: MIM 工艺更契合可穿戴设备零件的需求, 终端放量为公司注入长期增长动能。** 1) **行业层面:** 目前安卓系手表采用 MIM 件较多, A 品牌手表也逐步向 MIM 切入; 此外, XR 头显中诸多零件亦采用了 MIM 工艺。我们认为未来可穿戴设备中 MIM 工艺渗透率提升、单机用量增加将成为行业趋势, 预计至 2023 年可穿戴设备 MIM 件的潜在市场规模约达 40+ 亿元。2) **公司层面:** 在 A 客户手表目前存在 MIM 工艺逐渐向外观件渗透的趋势, MIM 件单机价值量有望大幅提升; 安卓系手表方面, 伴随 H 客户缺芯问题好转, 手表出货增速或将逐步回升, 叠加公司份额增加, 公司手表类产品有望迎来量价齐升。此外, 公司已切入部分 VR 设备供应链, 随着终端蓝海市场加速放量, 未来有望长期为公司贡献业绩增量。同时, 公司积极在可穿戴产品 MIM 件推进材料创新, 单价和毛利率有望提升、进一步提振公司整体盈水平。
- **传动和散热: 积极向传动和散热两个千亿级市场拓展, 有望打开新的成长曲线。** 1) **传动业务:** 公司未来将聚焦于价值量、附加值较高的传动产品, 积极拓宽传动产品应用边界, 向智能家居、新能源车等高成长性的领域发力。公司向下游组件延伸, 布局折叠屏手机铰链组装业务, 2022 年转轴组装业务量产有望落地, 将为传动业务贡献核心增量。2) **散热业务:** 紧跟 5G、汽车电动化发展增扩散热需求的趋势, 公司打入千亿散热市场、产品向下游散热模组延伸, 未来有望向新能源车、服务器、基站等方向发力。目前, 公司散热业务处于收入体量小、增速高的阶段, 预计未来两年该业务有望实现翻倍增长。

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

联系人: 徐一丹
电话: 021-58351908
邮箱: xyd@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.55
流通 A 股(亿股)	1.23
52 周内股价区间(元)	27.58-61.0
总市值(亿元)	50.98
总资产(亿元)	35.81
每股净资产(元)	15.06

相关研究

- **盈利预测与投资建议：**我们认为中短期公司业绩高速增长具有较高的确定性，预计 2022-2024 年公司归母净利润复合增速有望达 44.7%。考虑到公司在折叠屏铰链供应链中的核心份额优势，是国内稀有的、率先布局铰链组装业务且具备量产能力的 MIM 厂商，我们给予公司一定的估值溢价，给予公司 2022 年 30 倍 PE，对应目标市值约为 91 亿元，对应目标价格约 58.8 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**折叠屏手机出货量不达预期；MIM 工艺渗透情况不达预期；传动和散热业务拓展情况不达预期；子公司业务整合和协同效果不达预期；行业竞争加剧导致份额收窄、产品价格下行。



指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2404.11	3367.74	4362.17	5398.55
增长率	53.70%	40.08%	29.53%	23.76%
归属母公司净利润（百万元）	183.90	303.61	424.08	557.37
增长率	29.64%	65.10%	39.68%	31.43%
每股收益 EPS（元）	1.18	1.96	2.73	3.59
净资产收益率 ROE	6.92%	11.44%	14.04%	15.95%
PE	28	17	12	9
PB	2.18	1.93	1.69	1.46

数据来源：Wind，西南证券

目 录

1 公司概况：MIM 领域龙头企业，零件和组件协同并进	1
1.1 基本介绍：积极拓宽业务边界，强化产业链纵横向协同	1
1.2 主营业务：发力拓展产品应用边界，立足零件向组件延伸	3
1.3 财务分析：业绩重回高增长通道，盈利水平有望逐步回升	4
2 MIM 业务：下游需求放量，多轮驱动助力业绩增长	6
2.1 MIM 行业：市场规模持续稳健上行，下游应用多元化成趋势	6
2.2 多轮驱动 MIM 行业加速发展，需求放量打开公司增量空间	9
3 传动&散热：发力布局千亿级市场，打开长期增长空间	19
3.1 传动业务：下游应用空间巨大，传动组件业务将贡献重要增量	19
3.2 散热业务：体量小、增速高，散热需求增加趋势明确	21
4 子公司：并购整合顺利推进，有望同子公司产生多方位协同	24
5 盈利预测与估值	25
5.1 盈利预测	25
5.2 相对估值	26
6 风险提示	26

图 目 录

图 1: 公司主要业务布局	1
图 2: 公司主要发展历程	2
图 3: 公司前 10 大股东	2
图 4: 公司主营业务结构情况——按应用行业划分	3
图 5: 公司主营业务毛利率情况——按应用行业划分	3
图 6: 公司主营业务结构情况——按产品品类划分	4
图 7: 公司主营业务毛利率情况——按产品品类划分	4
图 8: 公司营业收入及增速情况	4
图 9: 公司归母净利润及增速情况	4
图 10: 公司和可比公司毛利率情况	5
图 11: 公司和可比公司净利率情况	5
图 12: 公司费用率情况	5
图 13: 研发投入占营收比重对比	5
图 14: MIM 工艺全流程图——脱脂和烧结是其核心工序	6
图 15: MIM 工艺流程五大环节	6
图 16: MIM 产业链全景图	6
图 17: 主流金属零部件加工技术对比 (1)	7
图 18: 主流金属零部件加工技术对比 (2)	7
图 19: MIM 工艺在复杂零件成本优势突出	7
图 20: 全球 MIM 市场规模 (亿美元)	8
图 21: 全球 MIM 市场区域分布	8
图 22: 国内 MIM 市场规模 (亿元)	8
图 23: 国内 MIM 市场的应用领域	8
图 24: 全球 MIM 厂商梯队分布	9
图 25: 全球&中国智能手机出货量情况 (百万台)	10
图 26: 2021 年 11 月国内手机零售数据——品牌分档市占率	10
图 27: 折叠屏手机发布时间轴	10
图 28: 折叠屏手机游戏体验展示图	11
图 29: 折叠屏手机分屏多任务处理展示图	11
图 30: 全球折叠屏手机出货量及预测	12
图 31: 全球折叠屏手机收入情况	12
图 32: U 型铰链和水滴型铰链示意图 (1)	13
图 33: U 型铰链和水滴型铰链示意图 (2)	13
图 34: 折叠屏手机铰链市场规模	13
图 35: 折叠屏手机铰链 MIM 件市场规模	13
图 36: 2021Q3 全球折叠屏手机出货市场份额	14
图 37: 2020Q4 全球折叠屏手机出货市场份额	14
图 38: 全球智能穿戴设备出货量情况	15
图 39: 全球可穿戴设备品类分布	15

图 40: 全球智能手表出货量情况 (百万台)	15
图 41: 智能手表功能受欢迎程度	15
图 42: Apple Watch 出货量 (百万台)	16
图 43: Apple Watch 引入血糖功能后潜在需求量预测 (百万台)	16
图 44: 全球 VR 设备出货量情况 (万台)	16
图 45: VR 行业进入正向循环状态	16
图 46: MIM 在汽车领域的应用	17
图 47: MIM 在医疗领域的应用	17
图 48: 北美 MIM 市场的应用领域	18
图 49: 欧洲 MIM 市场的应用领域	18
图 50: 中国汽车零部件行业市场规模 (万亿元)	18
图 51: 中国医疗器械行业市场规模 (亿元)	18
图 52: 中国智能家居市场规模 (亿元)	19
图 53: 中国智能家电市场规模 (亿元)	19
图 54: 全球智能家居出货量 (亿台)	20
图 55: 中国智能家居出货量 (亿台)	20
图 56: 全球新能源汽车出货量 (万辆)	20
图 57: 国内新能源汽车出货量 (万辆)	20
图 58: 全球手机散热市场规模 (亿美元)	21
图 59: 全球 5G 基站建设预测 (万站)	21
图 60: 国内 5G 基站数量 (万站)	22
图 61: 国内 5G 基站建设预测 (万站)	22
图 62: 全球和中国新能源汽车热管理市场规模 (亿元)	22
图 63: 新能源汽车电池热管理系统价值构成	22
图 64: 新能源汽车动力电池系统示例	23
图 65: 智能座舱渗透率	23
图 66: L2 及以上自动驾驶汽车的出货量及渗透率	23

表 目 录

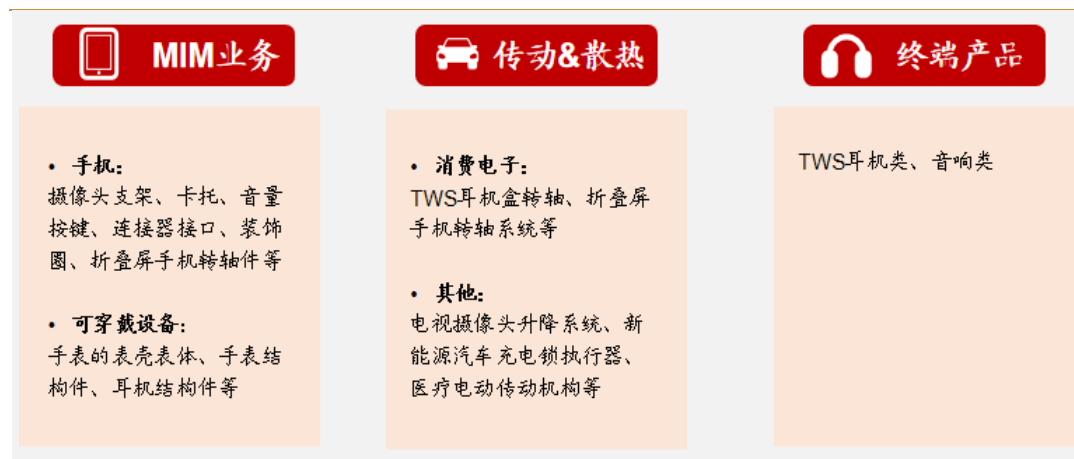
表 1: 公司主要产品示例	1
表 2: 2021 年以来发布的千元级折叠屏手机	11
表 3: 公司同安特信业绩对赌情况	24
表 4: 公司同瑞点精密业绩对赌情况	24
表 5: 分业务收入预测	25
表 6: 可比公司估值	26
附表: 财务预测与估值	27

1 公司概况：MIM 领域龙头企业，零件和组件协同并进

1.1 基本介绍：积极拓宽业务边界，强化产业链纵横向协同

精研科技成立于 2004 年，是一家专业的金属粉末注射成型（MIM）产品生产商、解决方案提供商。公司以 MIM 为核心技术，长年深耕 MIM 领域，在 MIM 领域拥有先进的技术优势、显著领先的产能市占率，突出的新材料开发能力、以及深度且稳定合作的客户资源，成为全球 MIM 行业的龙头企业。公司主要为消费电子、汽车、医疗等领域提供金属材料结构件、功能件和外观件，如手机摄像头支架、装饰圈、连接器接口、智能手表表壳、耳机结构件、汽车零部件等。目前，公司在消费电子领域实现了主流品牌客户的全覆盖，主要客户有苹果、三星、小米、OPPO、vivo、华为、海信等；公司在汽车领域也积累了大量优质客户，如长城、本田、上汽通用、舍弗勒、康明斯等知名汽车品牌商和汽车零部件供应商。

图 1：公司主要业务布局



数据来源：公司年报，西南证券整理

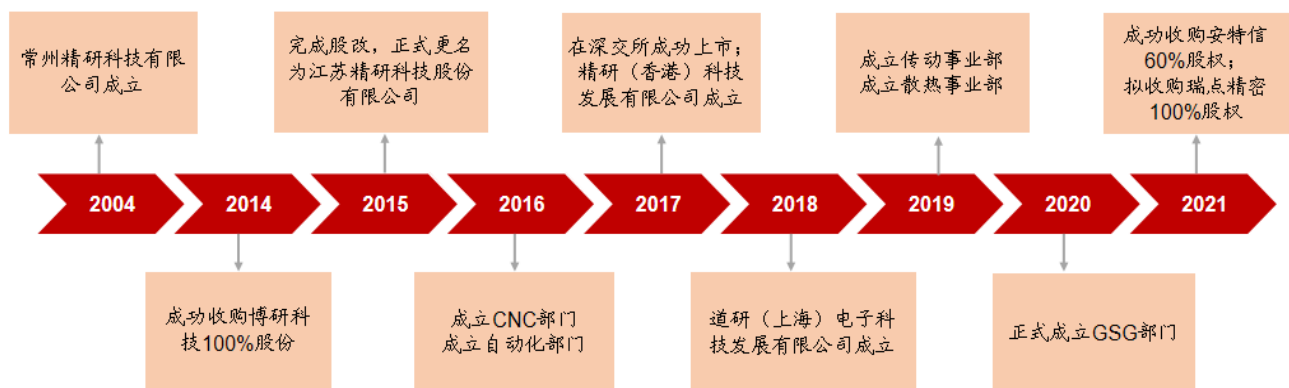
表 1：公司主要产品示例

应用领域	部分产品示例			应用领域	部分产品示例		
消费电子				医疗			
汽车				工具			

数据来源：公司官网，西南证券整理

内生外延并举拓宽业务布局，发力构建高协同性产品圈层。1) **内生：**一方面，公司围绕 MIM 核心技术，拓宽产品应用边界，从消费电子向汽车、医疗、智能家居领域扩散。另一方面，公司从零件向下游组件延伸，同时顺势布局全新业务品类——传动、散热业务，为长远发展埋伏新的增长极。2019 年，公司成立传动和散热事业部，正式进入传动和散热两个千亿市场。2) **外延：**2021 年，公司成功收购深圳安特信（深耕智能耳机领域）60% 股权；2022 年，公司成功收购瑞点精密（专注于汽车塑胶件领域）100% 股权，有助于公司向下游智能终端产品拓展，横向整合不同的生产制造工艺，充分发挥 MIM、精密塑胶业务与传动、散热业务在整体组件的协同。

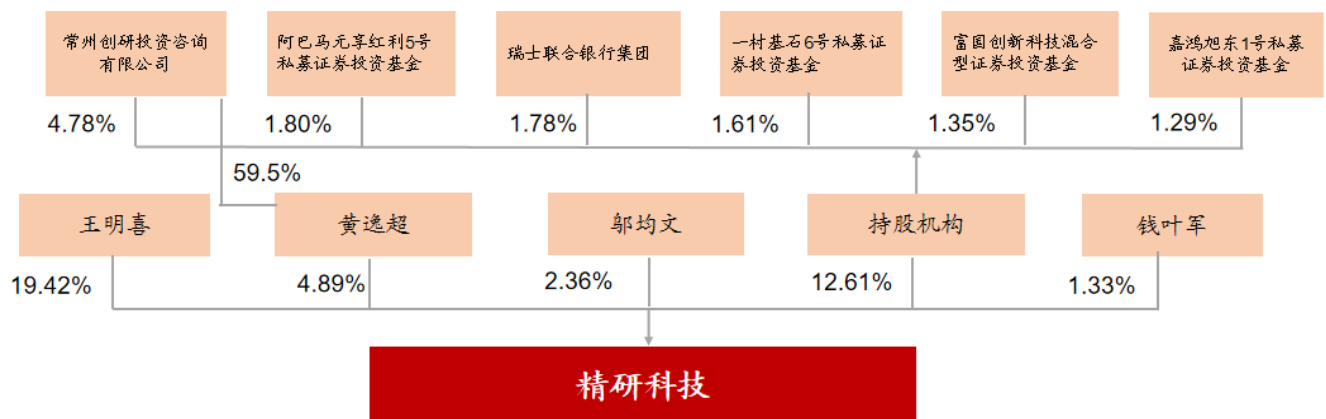
图 2：公司主要发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构相对集中且稳定，有利于公司长期稳定发展。公司的实际控制人为王明喜和黄逸超为父女关系，二人分别直接持有公司 19.42%、4.89%的股权；此外，黄逸超持有常州创研投资咨询有限公司 59.5%的股权，因此其直接和间接共持有公司 7.73%的股权。在公司前十大股东中，除了王明喜和黄逸超、常州创研投资咨询有限公司，其余股东持股均在 3%以下。公司股权结构相对集中且稳定，有利于管理层做出与公司长期利益一致的决定、利于公司的长期稳定经营。

图 3：公司前 10 大股东



数据来源：公司公告，西南证券整理（截至 2021 年）

积极推出股权激励计划，充分调动管理层和核心骨干的积极性。公司在 2019、2020、2021 年推出了股权激励计划，分别向 90 名员工授予 75.37 万股限制性股票、向 108 名员工授予 23.3 万股限制性股票、向 4 名员工授予 89.28 万份股票期权和向 108 名员工授予 106.46 万股限制性股票。其中，公司 2021 年的股权激励计划中对未来三年设立了业绩考核目标——2021-2023 年公司营收分别达 23、29.9、38.87 亿元，或净利润分别达 2.3、2.99、3.887 亿元，即期间营业收入或归母净利润保持 30% 的年增长率。公司重视股权激励，有利于将公司利益和员工利益捆绑、吸引和保留优秀管理人员和业务骨干、充分调动员工工作积极性、提高员工的凝聚力、增强公司加速成长的内驱力。

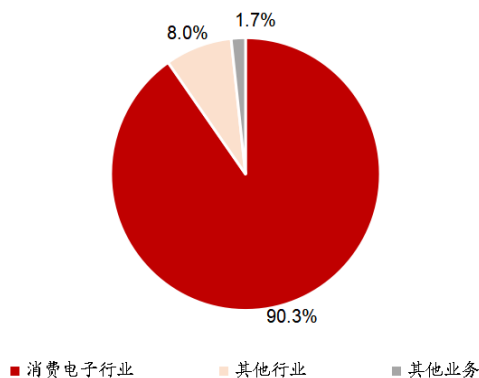
1.2 主营业务：发力拓展产品应用边界，立足零件向组件延伸

公司主营业务按照应用行业主要分为消费电子行业、其他行业两部分；按照产品品类主要分为 MIM 零部件及组件，终端产品，传动、散热类组件及其他三部分。

◆ 分行业来看：

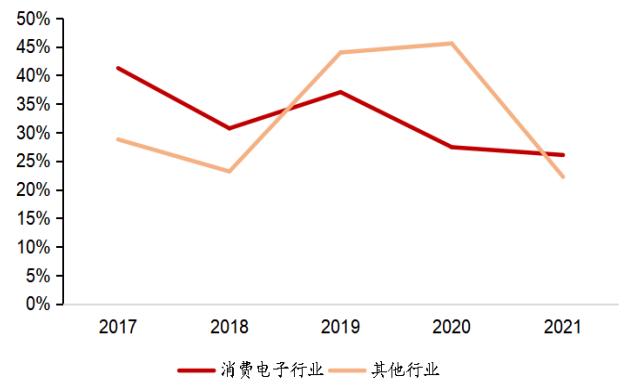
消费电子业务是公司营业收入的主要来源。由于国内外主要消费电子品牌客户对手机摄像头支架、折叠屏手机转轴件、穿戴设备结构件等 MIM 产品的需求持续扩大，近五年来公司消费电子业务占比始终维持在 90% 左右的高位；2021 年，公司消费电子业务占比达 90.3%。受行业竞争加剧的影响，公司消费电子业务的毛利率近年来整体呈下降趋势，2021 年降至 26.1%；其他行业业务的毛利率出现大幅收窄，降至 22.2%。

图 4：公司主营业务结构情况——按应用行业划分



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司主营业务毛利率情况——按应用行业划分



数据来源：Wind，西南证券整理

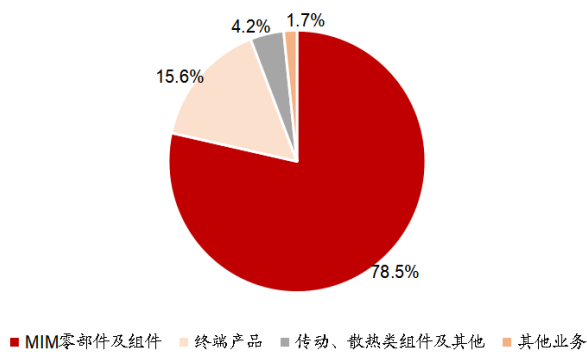
◆ 分品类来看：

1) MIM 零部件及组件：公司为智能手机、可穿戴设备等消费电子领域和汽车领域提供高复杂度、高精度、高强度定制化的 MIM 零部件。公司在智能手机领域的主要产品包括摄像头支架、连接器接口、装饰圈、折叠屏手机转轴件等；在可穿戴设备领域的主要产品包括手表的表壳表体、手表结构件、耳机结构件等。2021 年，公司 MIM 业务实现收入 18.9 亿元，占比为 78.5%，毛利率约为 30%。随着 MIM 工艺在智能手机中的渗透率不断提升、折叠屏手机放量带动铰链对 MIM 件需求提升、可穿戴设备采用更多 MIM 件将成为趋势，公司 MIM 主业有望持续保持高速增长。

2) 终端产品：公司终端产品业务来自于安特信的 TWS 耳机类和音响类终端产品。2021 年，公司终端产品实现收入 3.8 亿元，占比约 15.6%；受到安特信内部管理问题的影响，该业务毛利率仅为 6.6%。随着公司对安特信的介入和协助，其管理体系将逐步优化、完善，未来该业务盈利水平有望大幅回升。

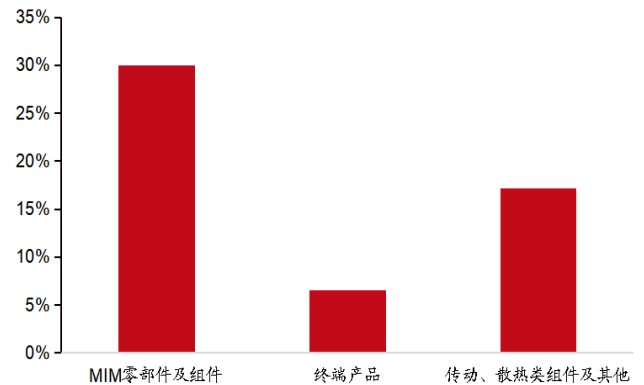
3) 传动、散热类组件及其他：传动事业部业务包括传动组件和精密传动机构业务，为消费电子、智能家居、汽车等领域提供精密的传动系统解决方案。传动业务主要品类包括齿轮箱和传动系统，产品包括转轴装置、电机齿轮箱模组、折叠屏手机的转轴组件等。散热事业部则是公司做的全新探索，主要为消费电子、通信等领域提供超薄热管、超薄均温板等器件和组件。2021 年，该类业务实现收入 1 亿元，占比约 4.2%；该业务毛利率约为 17.2%。

图 6：公司主营业务结构情况——按产品品类划分



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司主营业务毛利率情况——按产品品类划分



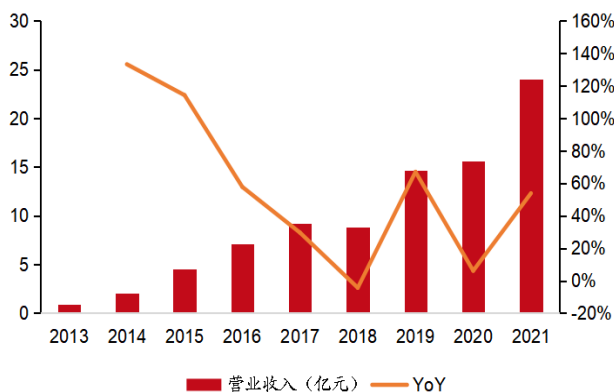
数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 财务分析：业绩重回高增长通道，盈利水平有望逐步回升

营业收入持续稳健增长，归母净利润受多因素影响出现短期波动。1) 收入端：2013-2021 年，公司营业收入整体保持稳健增长态势，从 9453 万元增至 24 亿元，期间营收 CAGR 约 50%。其中，2018 年公司营收增速出现短暂波动，主要受下游客户需求量下降以及行业竞争加剧的影响。经过客户结构切换、研发储备逐步落地，同时受益于三摄、四摄和升降摄像头的放量，2019 年公司迎来经营拐点，收入重回高增长通道。2021 年，由于折叠屏手机铰链 MIM 需求大幅提升、大客户订单交付放量、安特信收入并表，公司营业收入同比增长 53.8%。

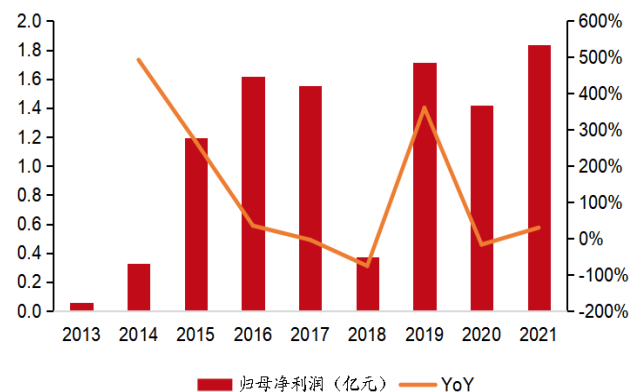
2) 利润端：2013-2021 年，公司归母净利润从 549 万元增至 1.8 亿元，期间 CAGR 达到 55%。其中，2018 年和 2020 年公司归母净利润出现明显下滑。2018 年，由于行业竞争加剧、公司产品结构发生变动、公司加大对新项目和新材料的研发投入、加大固定资产投入导致折旧费用快速增长等原因，公司业绩出现较大幅度的下滑。2019 年，受益于产品结构优化、有效的供应链管理和成本费用管控，公司业绩出现阶段性爆发，同比增长 360.6%。2021 年，公司净利润同比增长 29.6%，大幅低于扣非净利润 37.5% 的增速，主要因为安特信计提无形资产及商誉减值准备 8975.5 万元。

图 8：公司营业收入及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

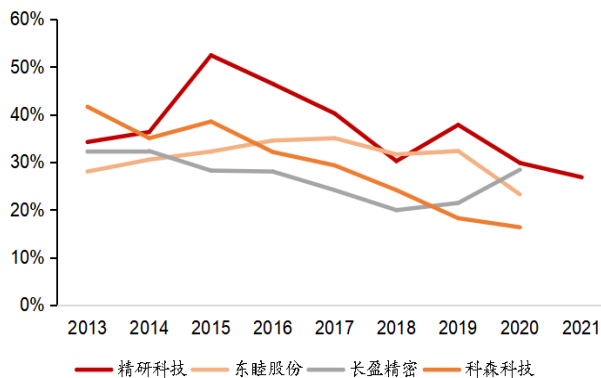
图 9：公司归母净利润及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

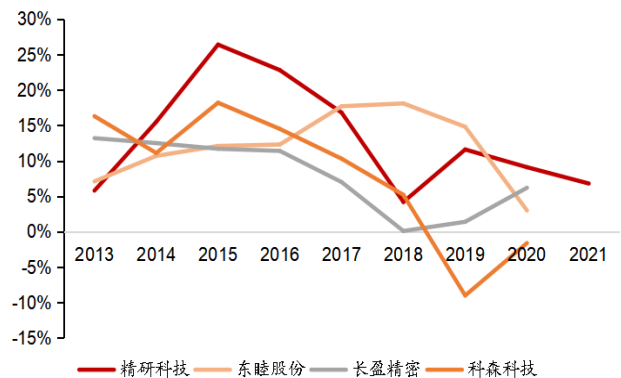
盈利能力高于同业公司，获利水平有望迎来回暖。2015 年以后，随着 MIM 行业竞争渐趋激烈，叠加短期内新品试产、良率处于爬坡阶段，公司的盈利水平整体有所下滑。2019 年，由于产品结构优化，升降摄像头 MIM 件等高毛利产品放量，公司盈利水平出现短期回升。2020 年之后，MIM 行业低价竞争升级，公司利润率再次回落；2021 年，公司毛利率为 26.8，同比下滑 3pp，净利率为 6.8%，同比下滑 2.3pp。虽然 2015 年之后公司盈利水平明显下行，但其毛利率和净利率同可比公司相比仍有领先优势。我们认为，随着公司高利润率的新产品导入不断放量、新材料量产逐步扩大、新品良率和自动化水平进一步提升，叠加传动、散热业务以及收购子公司盈利情况的改善，公司盈利水平有望出现回暖。

图 10：公司和可比公司毛利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

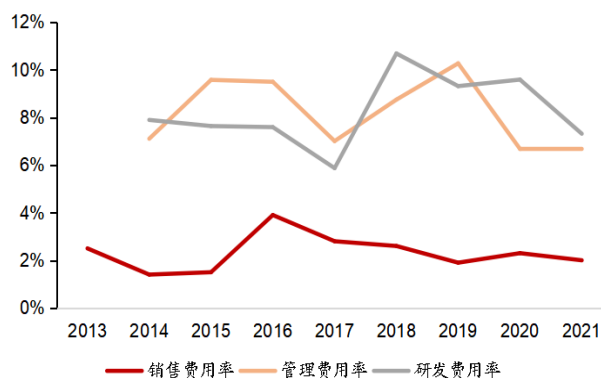
图 11：公司和可比公司净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

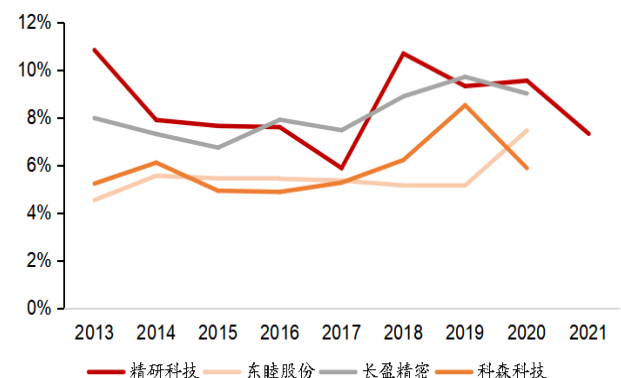
费用端管控效果显著，研发重视程度居于行业前列。a) 销售：近年来，由于深度稳定绑定大客户，公司的销售费用率相对稳定在低位水平；2021 年公司销售费用率为 2.0%，同比下滑 0.3pp。b) 管理：2018、2019 年由于管理人员增加、薪酬增长、新增股份支付费用较多，公司管理费用率出现明显提升；2020、2021 年由于管理优化、降本增效成果显著，公司管理费用率同比大幅下降，降至 6.7%。c) 研发：近年来，公司研发投入占比在可比公司中始终居于高位。公司不断加大对新项目和新材料的研发投入、研发管理人员的引进力度，近三年公司研发投入金额翻倍，增至 1.8 亿元，2021 年研发投入占营收比重约为 7.3%。公司研发费用率整体呈上升趋势，2021 年由于营收增幅较大导致研发费用率有所下滑，约为 7.3%。

图 12：公司费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：研发投入占营收比重对比



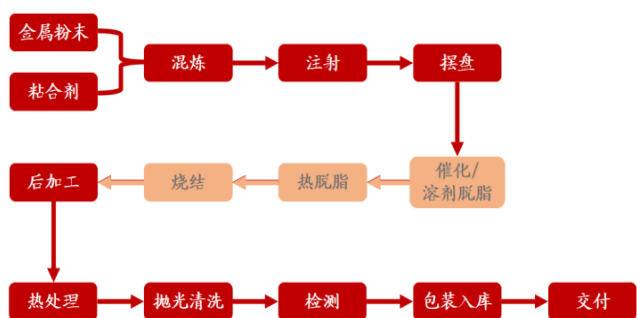
数据来源：Wind，西南证券整理

2 MIM 业务：下游需求放量，多轮驱动助力业绩增长

2.1 MIM 行业：市场规模持续稳健上行，下游应用多元化成趋势

金属粉末注射成形（Metal Injection Molding, MIM）是将塑料注射成形技术应用于粉末冶金工艺而形成的新型金属零部件加工技术，它是一种近净成型技术。MIM 工艺最前道工序是将金属粉末和粘结剂混合成均匀的喂料，通过注射机把喂料注射进模具形成注射坯，成形以后采用专业脱脂炉去除注射坯中的主体粘结剂，再对脱脂坯进行烧结、用高温把金属的分子致密，最后再经过致密化处理、热处理或机加工等一系列后加工程序进而制造出具有高精度、高密度、高复杂度的 MIM 零件。

图 14：MIM 工艺流程图——脱脂和烧结是其核心工序



数据来源：富驰高科官网，西南证券整理

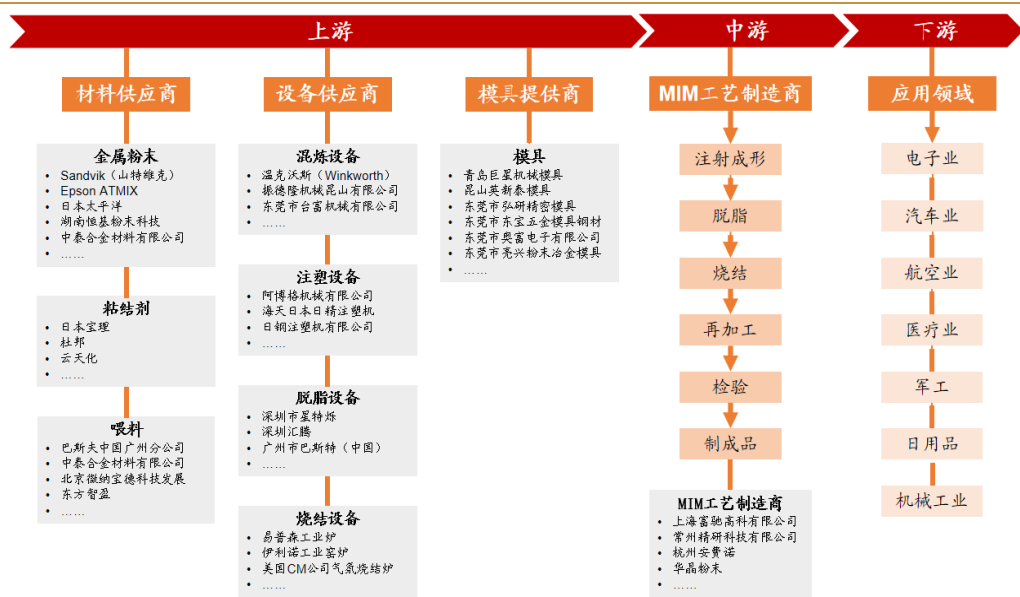
图 15：MIM 工艺流程五大环节

主要环节	具体介绍
售前评估	确定待加工品在成本、材料、制造可行性方面是否适合 MIM 工艺制造，给出设计更改建议
原料	将特制的微米级金属粉末与高品质的高分子聚合物混合，通过精确控制的制备过程，形成 MIM 专用喂料
注射	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
脱脂	采用专业脱脂炉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结阶段
烧结	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

数据来源：公司官网，西南证券整理

从产业链来看，MIM 行业产业链的上游主要包括原材料、设备和模具供应商，中游即 MIM 工艺制造商，下游即消费电子、汽车、医疗、航空等应用领域，随着 MIM 技术日益成熟、工艺优势愈发突显，其下游应用边界不断扩展，从消费电子为主逐步向汽车、医疗、航空等行业延伸。

图 16：MIM 产业链全景图



数据来源：新材料在线，西南证券整理

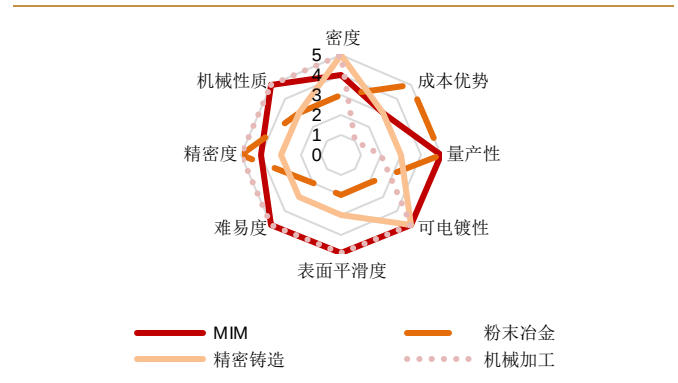
MIM 工艺效能优势突出，适用于大批量生产小型、精密、结构复杂的金属零部件。MIM 工艺有以下优点：1) 材料零浪费：通过注射成型可有效避免材料浪费，原料利用率接近 100%；2) 零件结构设计自由度高：能够像塑胶注塑成形一样将复杂的金属零件直接成形，可制造结构更为复杂的零件；3) 材料选择广泛：绝大部分金属材料均可使用，考虑到经济性，主要应用材料包括铁基、铜基、钛基金属或合金等；对于硬度高的金属材料，可以避免传统加工工艺切割费刀的情况；4) 加工零件精度高：MIM 工艺加工的产品精度在 $\pm 0.3\%$ 区间，一般精度要求的产品无需进行后加工，若配合其他加工方式，可以达到更高精度；5) 强大且灵活的量产能力：可以灵活、迅速地调整产量，从每天几百件到每天数十万件都可以快速响应；6) 显著的批量成本优势：对于结构复杂产品，利用 MIM 工艺批量生产的成本优势更明显；7) 出色的理化性能：MIM 产品组织均匀、致密度好，烧结密度可达到理论密度的 98% 以上，甚至接近于理论密度，产品强度、硬度、延伸率等性能突出；8) 产品外观精致：烧结坯表面粗糙度 (Ra) 可做到 $1\mu\text{m}$ ，若通过额外的表面处理方式则外观效果更佳。

图 17：主流金属零部件加工技术对比 (1)

	MIM	粉末冶金	精密铸造	机加工
相对密度	98%	86%	98%	100%
拉伸强度	高	低	高	高
光洁度	高	中	中	高
微小化能力	高	中	低	中
薄壁能力	高	中	中	低
复杂程度	高	低	中	高
设计宽容度	高	中	中	中
材质范围	高	高	中	高

数据来源：富驰高科官网，西南证券整理

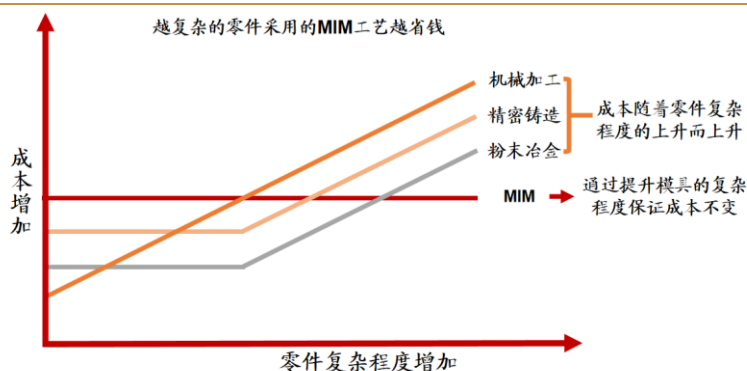
图 18：主流金属零部件加工技术对比 (2)



数据来源：统联精密招股说明书，西南证券整理

比较 MIM 和 CNC 工艺：二者均适合生产三维结构复杂、精度高的产品。但当产品复杂程度较高时，MIM 在成本方面更占优。在生产超小件产品时，CNC 受制于刀片难以生产超小件；在生产超薄件时，CNC 受制于装夹，壁厚小于 1mm 的产品易变形，MIM 工艺在生产超小、超薄件上亦有明显优势。此外，小批量生产时，CNC 生产效率更高，但大批量生产时，则 MIM 的生产效率更高。CNC 与 MIM 存在一定的互补关系，比如在 MIM 后置工序中有时会 CNC 进行再加工。**比较 MIM 与冲压工艺：**冲压生产效率高、周期短、加工尺寸的范围较大、成本也占优，但 MIM 在高精度、高复杂产品上更占优，冲压更适合简单二维产品。

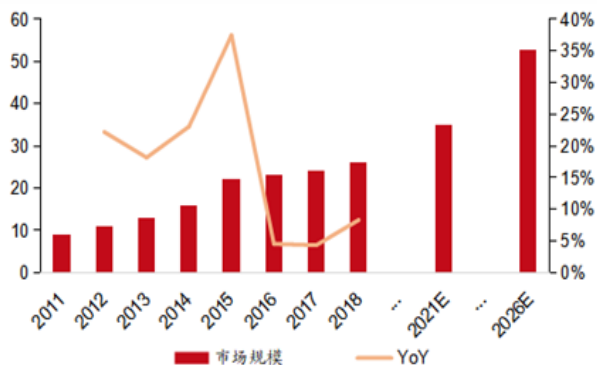
图 19：MIM 工艺在复杂零件成本优势突出



数据来源：公司官网，西南证券整理

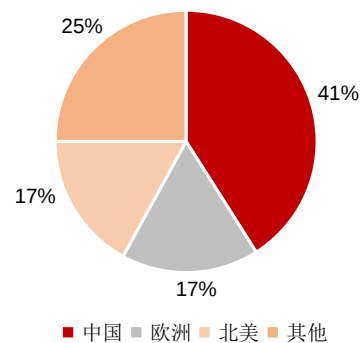
全球 MIM 市场规模持续稳健增长,国内成 MIM 市场的主阵地。根据智研咨询和 Maximize Market Research 的数据,2018 年市场规模超过 26 亿美元,预计 2021 年或将超 35 亿美元,2026 年则有望达 52.6 亿美元,2019-2026 年的复合年均增长率约为 7.9% (*我们认为,由于该预测数据时间较早,具有一定的滞后,MIM 的市场规模预测量应该有所上修,下文我们将具体展示我们的最新测算结果)。从 MIM 行业的分布区域来看,根据 MPIF 数据,中国是全球 MIM 市场的主阵地,国内 MIM 市场约占全球市场的 41%,市场份额位居第一,超过欧洲 (17%) 和北美 (17%) 市场份额之和。

图 20: 全球 MIM 市场规模 (亿美元)



数据来源: 智研咨询, Maximize Market Research, 西南证券整理

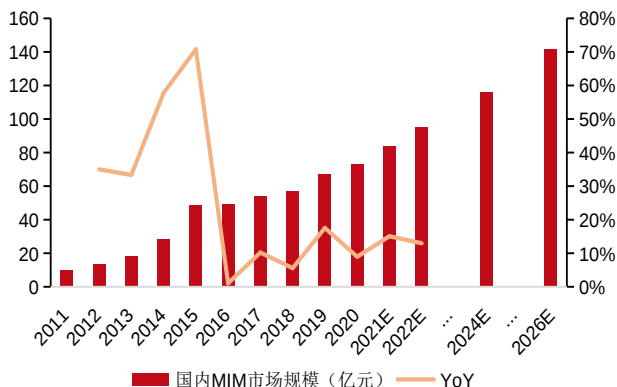
图 21: 全球 MIM 市场区域分布



数据来源: 美国金属粉末工业联合会 (MPIF), 西南证券整理

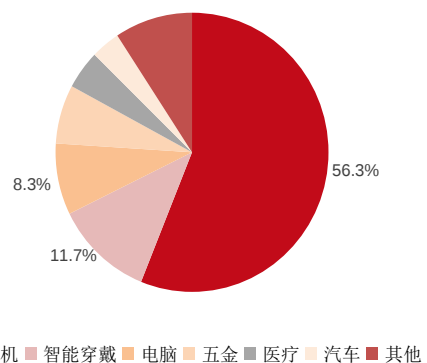
国内 MIM 市场稳步爬坡上行,消费电子为主要应用领域。近年来,我国 MIM 行业保持稳步增长的态势,根据钢协粉末冶金分会注射成形专业委员会的数据,国内 MIM 市场规模从 2011 年的 10 亿元逐年增至 2020 年的 73 亿元,期间 CAGR 达 24.7%,预计至 2026 年规模有望超 140 亿元。从下游应用领域来看,消费电子是我国 MIM 市场最主要的应用领域,应用占比超过 76%,其中手机领域占据半壁江山,占比达 56.3%,智能穿戴占比约 11.7%,电脑占比则为 8.3%。随着 MIM 技术的不断提升、新材料应用的进一步推进、国内汽车和医疗行业发展更为成熟,国内 MIM 产品下游应用场景将更为多元,未来医疗 (目前占比 4.5%)、汽车 (4.5%) 等行业有望打开 MIM 市场新的成长空间。

图 22: 国内 MIM 市场规模 (亿元)



数据来源: 钢协粉末冶金分会注射成形专业委员会, 西南证券整理

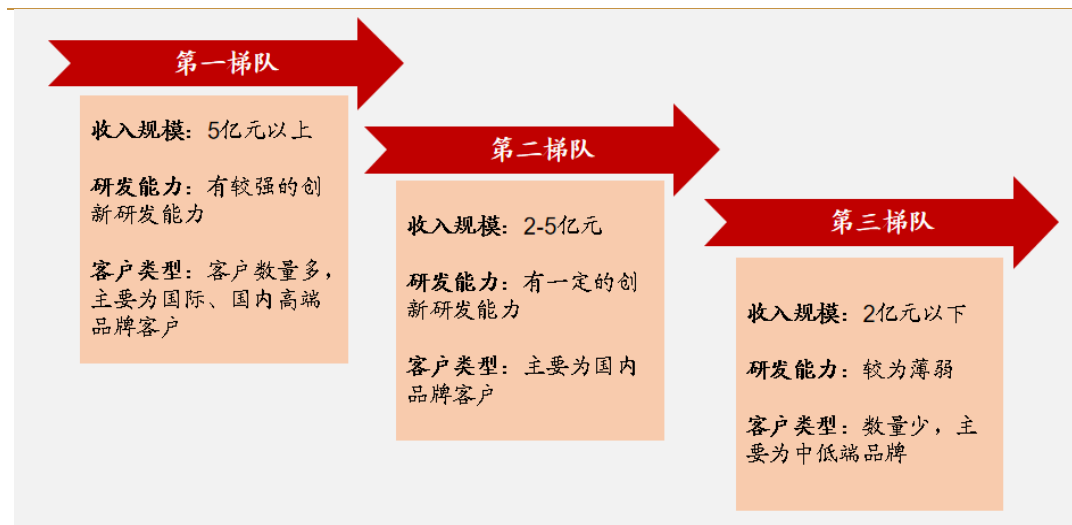
图 23: 国内 MIM 市场的应用领域



数据来源: 《2020 年金属注射成形行业统计报告》, 西南证券整理

MIM 行业竞争格局相对分散，国内技术已接近国际先进水平。国内 MIM 行业虽然起步晚但发展快，目前国内头部厂商的整体实力已可和国际大厂相媲美，甚至在批量化生产、产品一致性方面更胜一筹。目前，国内 MIM 行业有 200+ 厂商，行业集中度较为分散。从 MIM 行业竞争格局来看，根据收入规模、研究能力和客户资源等角度，可将 MIM 行业的企业划分为三个梯队，其中第一梯队企业的营业收入超过 5 亿元，有较强的研发创新能力，主要向国际或国内的知名品牌提供产品和服务，国内代表企业包括中南昶联、台湾晟铭电子、精研科技、富驰高科等；而第二、三梯队的 MIM 企业则较为分散，规模化生产能力相对较弱，竞争实力也相对薄弱。

图 24：全球 MIM 厂商梯队分布



数据来源：公司年报，西南证券整理

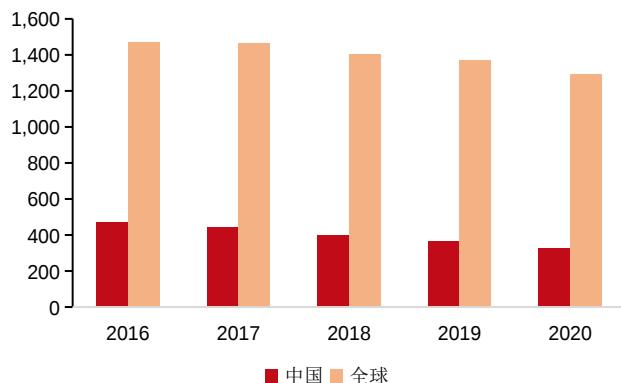
2.2 多轮驱动 MIM 行业加速发展，需求放量打开公司增量空间

前文我们提到近年来 MIM 市场规模持续稳健增长，我们认为未来受益于折叠屏手机和智能可穿戴产品放量对 MIM 件需求的提升、MIM 工艺在汽车和医疗领域渗透的提升，MIM 行业增速有望进入加速提升阶段。精研科技以 MIM 技术为核心，长年深耕消费电子零部件领域，目前已实现主流消费电子品牌客户全覆盖。我们认为，随着 MIM 业务下游需求放量，公司 MIM 主业将重回高增长通道。

◆ 增量 1：折叠屏手机铰链 MIM 件放量

智能手机市场饱和倒逼终端革新，折叠机成为手机行业发展新趋势。根据 IDC 数据，2016-2020 年中国和全球智能手机出货量双双下降，全球智能手机出货量从 14.7 亿台降至 12.9 亿台，国内手机出货量从 4.7 亿万台降至 3.3 亿台。此外，近几年智能手机一直是在现有产品的基础上进行优化和调整，缺乏大创新一定程度上也导致了消费者换机需求疲软。面对智能手机成为存量市场、出货量持续收窄的状况，各大终端品牌纷纷埋头储备新技术、研发新产品，致力于推陈出新以刺激消费者新需求。在此情形下，折叠屏手机成为了重要突破口和发展新方向之一。2018 年 10 月 31 日，柔宇科技发布全球第一款折叠屏手机 FlexPai，至此折叠屏手机正式问世。

图 25：全球&中国智能手机出货量情况（百万台）



数据来源：IDC，西南证券整理

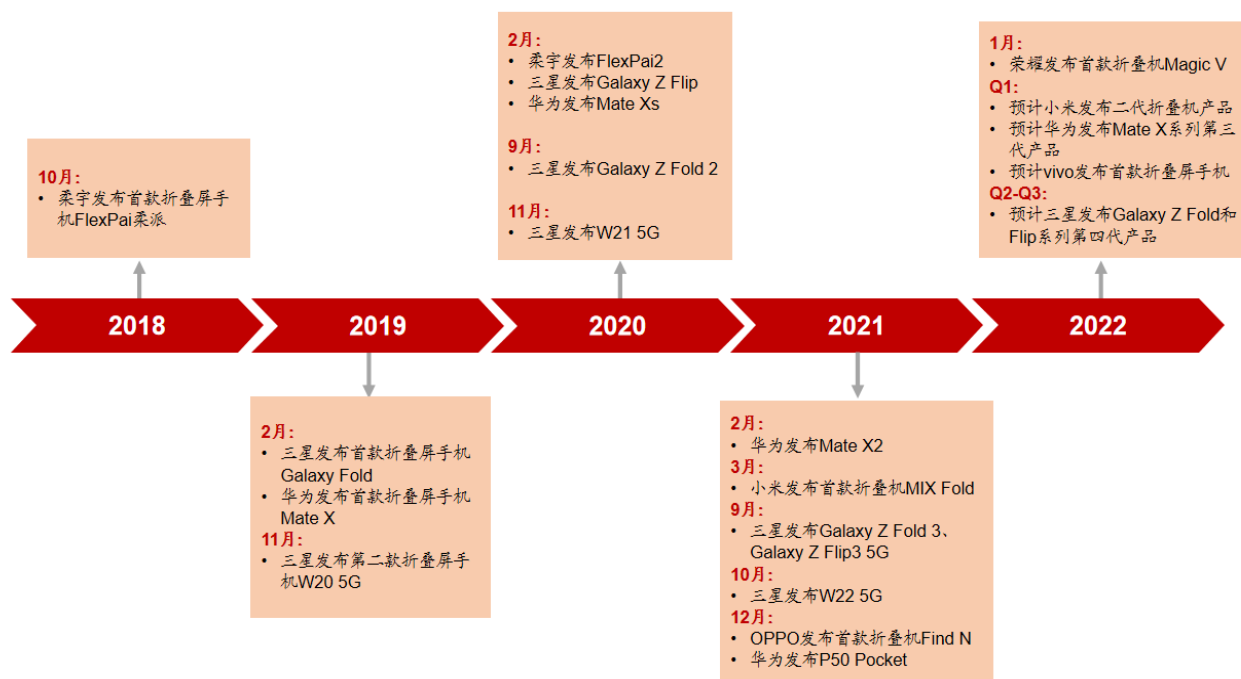
图 26：2021 年 11 月国内手机零售数据—品牌分档市占率

档位市占率	华为	OPPO	vivo	荣耀	小米	苹果
>8k元	3.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	94.0%
5-8k元	9.6%	0.8%	1.8%	1.1%	2.7%	82.4%
4-5k元	21.0%	18.4%	18.0%	9.5%	19.3%	10.3%
3-4k元	12.0%	23.6%	19.0%	18.8%	19.7%	1.5%
2-3k元	5.6%	22.3%	22.3%	22.1%	21.4%	0.0%
1-2k元	2.5%	30.2%	28.8%	18.6%	17.4%	0.0%
<1k元	2.4%	9.2%	2.9%	16.4%	49.6%	0.0%
整体	6.1%	17.6%	16.6%	13.4%	15.5%	26.5%

数据来源：GFK，西南证券整理

高档手机市场集中度高，折叠机承载各品牌破局高端市场的重望。虽然目前手机市场呈现多品牌开花的状态，苹果、三星、小米、OV 等品牌均占有一定的份额，但高端手机市场则份额较为集中，苹果一家独大的局面相对稳定。拿世界第一大手机市场——中国手机市场举例，根据 GFK 数据，2021 年 11 月国内手机市场高端手机的品牌集中度同比进一步提升，其中售出 8000 元以上的手机中有 94% 的份额来自于苹果，华为位居第二，份额仅有 3.8%；在 5000-8000 元的手机中苹果占据了 82.4% 的份额，华为份额为 9.6%，小米、荣耀、OV 则仅占有零星份额。在苹果几乎稳定垄断高端手机市场的情形下，其他品牌为破局高端市场，纷纷选择发力布局折叠屏手机以实现弯道超车。目前，三星、华为、小米、OPPO、荣耀、vivo 这些主流品牌均已发布折叠屏产品，其中三星的三个折叠屏系列产品均已更迭到第三代、华为已发布四款产品。主流手机品牌厂商纷纷加入，使折叠屏手机真正进入消费者视野。

图 27：折叠屏手机发布时间轴



数据来源：西南证券整理

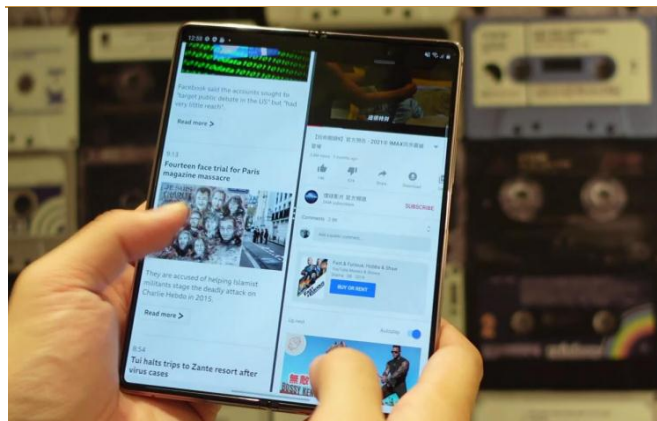
折叠屏手机打造用户新体验，解决了普通手机大屏与便携的矛盾。相较于直屏手机而言，折叠屏手机更能满足手机用户对于大屏、分屏、便携的需求。1) 大屏：折叠机屏幕的尺寸约是普通手机屏幕的近两倍，在阅读、办公、游戏、观影等场景中能为用户提供更佳体验。2) 分屏：可以进行多任务处理、同时操作两个界面。3) 便携：很大程度上解决了大屏与便携之间的矛盾。对于横折产品，折叠机拥有类平板功能的同时只有普通手机大小的尺寸，大大节省了携带空间；对于竖折产品，折叠机只有普通手机约一半的大小。折叠屏手机带来了全新手机用户体验、解决了直屏手机的痛点，契合用户需求为未来打开新市场埋下伏笔。

图 28：折叠屏手机游戏体验展示图



数据来源：西南证券整理

图 29：折叠屏手机分屏多任务处理展示图



数据来源：西南证券整理

折叠屏手机的客观痛点逐渐缓解，价格下探叠加性能提升催化需求加速放量。从第一款折叠屏手机推出后，折叠机因为产品具有的客观痛点，一直存在市场争议，以至于迟迟停留在小规模放量阶段。究其痛点，主要体现在价格高、铰链设计和组装复杂且良率低、铰链和屏幕成本高、存在屏幕折痕和闭合中缝、软件适配不佳、续航相对较低等方面。随着各品牌对一代产品进行打磨和优化，折叠屏手机存在的痛点已慢慢缓解。1) 价格：折叠屏手机价格已下探至 7000 多元，三星、OPPO、华为、荣耀、vivo 均推出了千元级产品。未来随着铰链和屏幕技术愈发成熟、量产能力和良率进一步提升，国内 MIM 厂商逐渐参与至铰链的设计组装环节、柔性屏和 UTG 玻璃逐渐实现国产替代，折叠机的成本和售价有望进一步下沉。2) 铰链结构：铰链结构设计愈发复杂、完善，U 型屏逐渐向水滴屏升级，折叠中缝得以减弱。3) 屏幕：UTG 玻璃的采用、表面保护膜的升级提升了折叠屏的耐用性；铰链结构的升级大大减弱了屏幕折痕。4) 软件适配：一方面，Android 12L 系统针对折叠机进行了优化；另一方面，随着主流手机品牌陆续全面布局折叠机、折叠机用户基数加速提升，APP 厂商亦会逐渐重视折叠机的软件适配问题、更有动力基于折叠机去做软件适配调整，软件生态问题有望改善。随着折叠屏手机使用体验与市场期待值之间的落差逐步被填平，用户接受度会随之提高，有望从尝鲜逐步提升至常用、大家用。

表 2：2021 年以来发布的千元级折叠屏手机

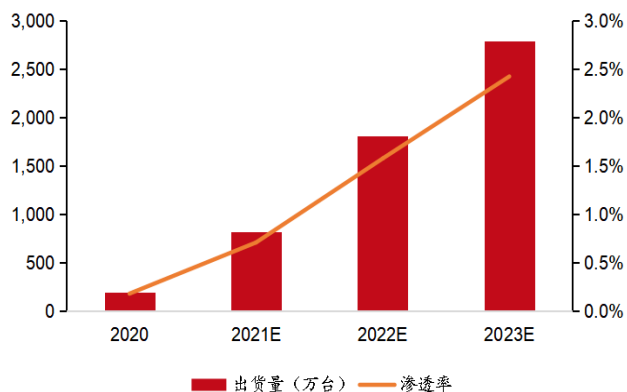
型号	三星 Galaxy Z Flip 3	OPPO Find N	华为 P50 Pocket	荣耀 Magic V	vivo X Fold
产品示例					
发布时间	2021-08	2021-12	2021-12	2022-01	2022-04

型号	三星 Galaxy Z Flip 3	OPPO Find N	华为 P50 Pocket	荣耀 Magic V	vivo X Fold
上市时间	2021-09	2021-12	2021-12	2022-01	2022-04
起售价	7599 元 (8+128GB) 7999 元 (8+256GB)	7699 元 (8+256GB) 8999 元 (12+512GB)	8988 元 (8+256GB) 10988 元 (12+512GB)	9999 元 (12+256GB) 10999 元 (12+512GB)	8999 (12GB+256GB) 9999 (12GB+512GB)
柔性屏	AMOLED	AMOLED	京东方 OLED 面板	京东方 OLED 面板	AMOLED
展开尺寸	6.7 英寸	7.1 英寸	6.9 英寸	7.9 英寸	8.03 英寸
折叠尺寸	(外屏) 1.9 英寸	5.49 英寸	(外屏) 1.04 英寸	6.45 英寸	6.53 英寸
整机厚度	展开: 6.9mm	展开: 8.19	展开: 7.22mm	展开: 6.7mm	展开: 6.28-7.40mm
	折叠: 15.9-17.1mm	折叠: 15.9mm	折叠: 15.2mm	折叠: 14.3mm	折叠: 14.57-14.91mm
折叠方式	竖向内折	横向内折	竖向内折	横向内折	横向内折
电池容量	3300mAh	4500mAh	4000mAh	4750mAh	4600mAh
处理器	高通 骁龙 888	高通 骁龙 888	高通 骁龙 888 4G	高通 骁龙 8 Gen1	高通 骁龙 8 Gen1

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

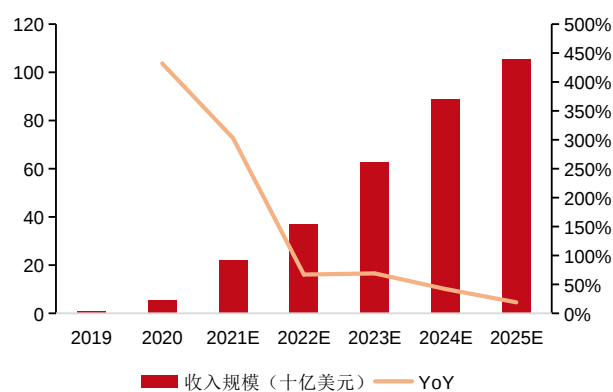
折叠屏手机市场进入加速放量期, 未来其渗透率提升空间广阔。在首款折叠机问世后, 各代产品一直处于小批量迭代的状态, 根据 IDC 数据, 2020 年全球折叠屏手机出货量仅为 194.7 万台。2021 年 8 月, 三星发布 Galaxy Z Flip3, 其起售价大幅下探至 7599 元, 拉动全球折叠屏手机出货量激增。根据 DSCC 数据, 2021Q3 全球折叠屏手机出货量环比增长 215%, 同比增长 480%; DSCC 预计 21Q4 折叠屏手机出货量进一步上探至 400 万台, 全年出货量超 900 万台, 同比增长超 430%。经测算, 我们预计 2023 年全球折叠屏手机出货量有望达 2800 万台, 渗透率从 2020 年的 0.18% 提升至 2.5%, 折叠屏手机将成为消费电子产品中增长最快的类别之一。我们认为, 消费者对智能手机大屏便携、分屏功能的潜在需求远未被满足, 折叠屏手机的渗透率未来仍有大幅提升的空间。

图 30: 全球折叠屏手机出货量及预测



数据来源: IDC, 西南证券预测

图 31: 全球折叠屏手机收入情况



数据来源: DSCC, 西南证券整理

铰链对折叠屏手机的使用体验至关重要, 成为产品升级的重要方向之一。折叠屏手机根据折叠方式可分为内折、外折、左右折、上下折、多折、卷轴式折等等, 不管哪种折叠方式, 其优化升级都离不开柔性 AMOLED 屏、铰链、UTG 玻璃等关键技术的支撑。其中, 折叠屏手机铰链结构对手机闭合程度、折痕效果、机身厚度有较大影响, 为提升用户使用体验, 铰链成为各家折叠屏手机厂商升级产品的重要方向。在终端品牌中, 目前三星主要采用 U 形铰链(简易但折叠缝隙更明显), 华为和荣耀则采用水滴铰链(屏幕折痕减弱但成本更高), OPPO

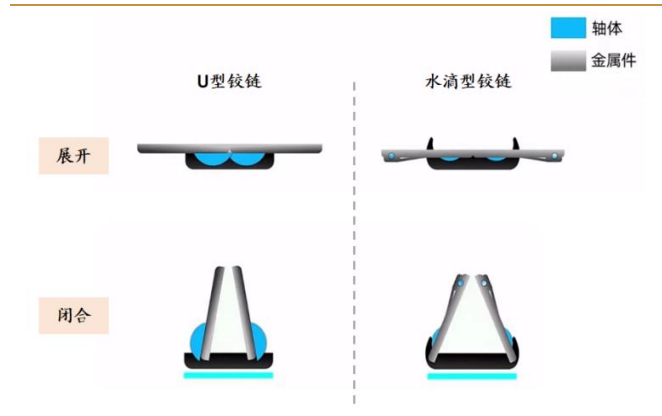
首款产品 Find N 采用了自研拟椎式铰链。诸多终端厂商加大铰链研发能力、争相布局相关专利。

图 32: U 型铰链和水滴型铰链示意图 (1)



数据来源: 西南证券整理

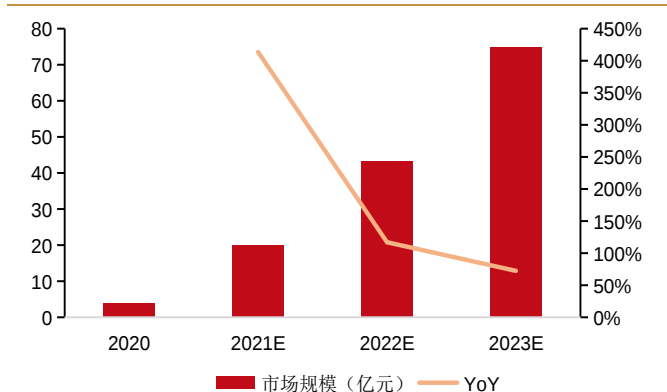
图 33: U 型铰链和水滴型铰链示意图 (2)



数据来源: 西南证券整理

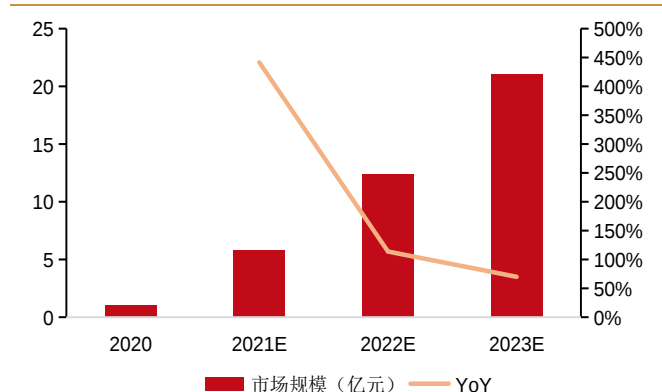
MIM 件是铰链结构的关键零部件, 折叠屏手机铰链成为 MIM 市场的重要增量。MIM 工艺在制造高复杂度、高精度、高强度的精密零部件方面具有突出优势。对于折叠屏手机, 其往往需要通过 10 万甚至 20 万次以上的弯折测试, 因此对零部件的硬度有很高要求。此外, 一个铰链中需要上百个精密零件, 为追求折叠顺滑、产品轻便, 零件需要极高的精度 (以 OPPO Find N 为例, 其自研拟椎式水滴铰链包含 136 个元器件, 加工精度达 0.01mm)。MIM 工艺的优势能够很好地契合折叠屏手机铰链的需求。目前, 铰链中最难、价值量最大的零件便是 MIM 件。铰链结构从简易到复杂, 其所需的 MIM 件数量则从二十多到上百个不等。随着屏幕中缝愈发趋近可忽略不计, 铰链结构向复杂化升级, 未来铰链 MIM 件单机用量有望进一步提升。我们预计, 至 2023 年, 折叠屏手机铰链市场规模有望超 70 亿元, 铰链 MIM 零件市场规模有望超 20 亿元。

图 34: 折叠屏手机铰链市场规模



数据来源: 西南证券预测

图 35: 折叠屏手机铰链 MIM 件市场规模

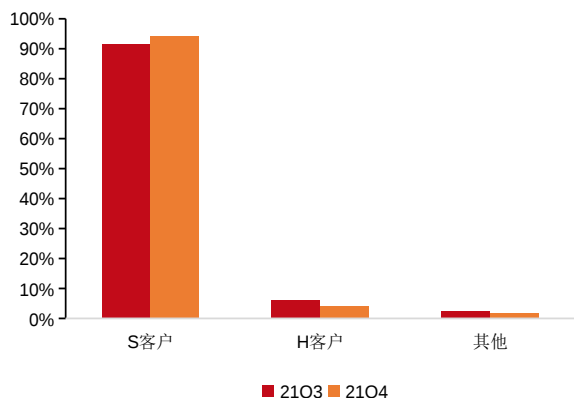


数据来源: 西南证券预测

公司是铰链 MIM 件核心供应商, 有望直接受益于折叠机爆发式放量。目前, S 客户在折叠屏手机市场中一家独大, 根据 DSCC 数据, 2021 年第三季度 S 客户折叠屏手机出货占比提升至 93%, H 客户出货占比位居第二, 仅为 6%。公司为 S 客户、H 客户的折叠机铰链提供 MIM 零部件, 尤其在 S 客户铰链 MIM 件供应中占据重要地位、核心份额。2021 年, S

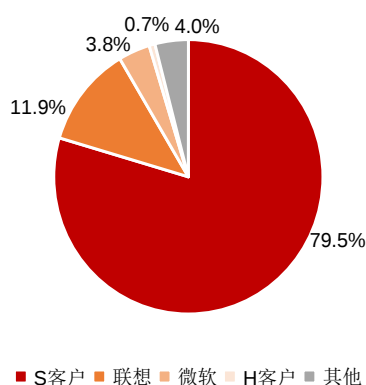
客户折叠屏手机的出货量实现数倍增长，我们认为 S 客户凭借在折叠机领域的产品、份额和技术布局的先发优势，未来两三年仍有望保持份额领先、出货量持续高增长。公司作为其主供，份额相对稳定，S 客户折叠机加速放量将直接为公司业绩带来重要增量。在 H 客户方面，目前公司已导入多款产品，未来公司有望凭借 MIM 技术和生产优势、在折叠屏铰链领域的布局经验、对客户出色的服务能力，份额得到进一步提升。H 客户作为目前折叠屏手机的龙二厂商，随着新品迭代优化，未来有望逐渐缩小同 S 客户的份额差距。H 客户出货量放量叠加公司份额提升，亦将增厚公司业绩。**我们预计 2022、2023 年，公司在折叠屏手机铰链 MIM 件收入的复合增速有望超过 50%。**

图 36：2021Q3 全球折叠屏手机出货市场份额



数据来源：DSCC，西南证券整理

图 37：2020Q4 全球折叠屏手机出货市场份额



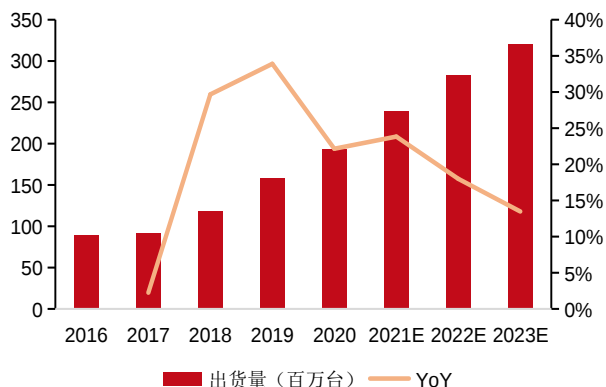
数据来源：IDC，西南证券整理

公司和多家主流手机品牌商合作基础良好，铰链 MIM 件潜在客户拓展空间可期。除了主流安卓系手机品牌推出折叠屏机型，苹果也在积极布局折叠屏手机领域。目前，小米、OPPO、荣耀、vivo 一代产品的铰链 MIM 供应由外资厂商主导，未来随着新品迭代，其铰链供应商有望向国内厂商转移。公司和上述品牌在普通手机或智能手表等方面均已建立较好的合作基础，在其 MIM 件供应中占据重要地位。基于公司同上述品牌商现有的合作基础、公司在 MIM 行业的突出优势，未来这些品牌商在选择铰链 MIM 件供应商时，公司亦有望切入其铰链 MIM 件供应链。

◆ 增量 2：可穿戴设备 MIM 件应用量增加

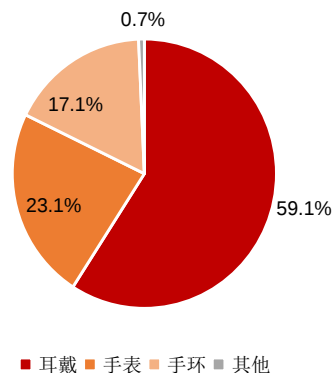
智能可穿戴设备市场方兴未艾，万亿蓝海市场空间巨大前景可期。2012 年 4 月 Google 发布了 GoogleGlass，自此智能可穿戴设备进入众人视野。此后，三星、摩托罗拉、LG、微软、苹果、华为、小米等厂商陆续进入可穿戴设备市场。根据 CCS insights 数据，2016-2020 年，全球智能穿戴设备出货量从 0.9 亿台增至 1.9 亿台，期间 CAGR 约为 21%，预计 2023 年出货量将达 3.2 亿台。智能可穿戴设备主要包括耳戴、腕带和头显等产品。根据 IDC 数据，2020 年全球中耳戴产品市场份额达 59.1%，目前耳戴产品仍占据最大比例；智能手表紧随其后，占比约为 23.1%；再次是智能手环，占比为 17.1%，可穿戴式腕带设备份额总计占比达 40.2%。近几年，越来越多的消费者接受新型智能手表带来的新体验，VR/AR 设备也因现象级产品问世、元宇宙概念火热而重燃市场热度。

图 38：全球智能穿戴设备出货量情况



数据来源：CCS insights，西南证券整理

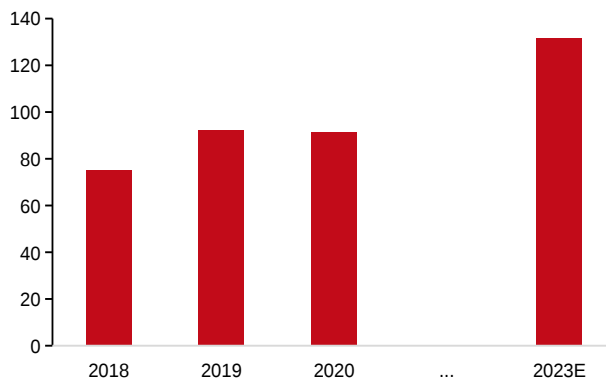
图 39：全球可穿戴设备品类分布



数据来源：IDC，西南证券整理

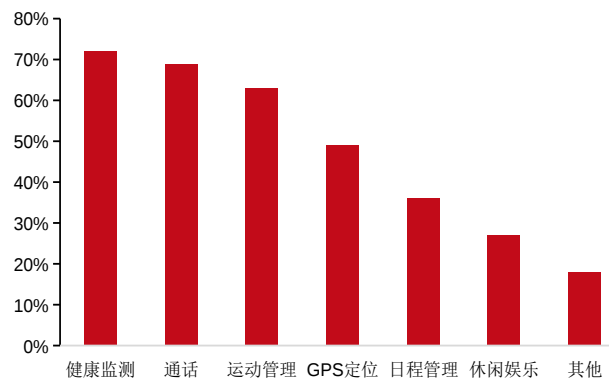
智能手表出货量持续攀升，硬核功能拓展有望再次打开成长空间。2013 年三星推出智能手表 GalaxyGear，可与智能手机搭载使用，功能包含收发消息、电子邮件、通话、游戏等功能。2015 年 Apple Watch 问世，增加了运动和健康数据跟踪功能，优化了手表和手机的交互，拓宽了使用场景。AppleWatch 问世以来，智能手表出货量进入高速增长的阶段。根据 IDC 数据，2020 年全球智能手表出货量为 9140 万台，预计至 2023 年全球智能手表出货量将达 1.3 亿台，2020-2023 年年复合增速达 12.9%，智能手表出货量在可穿戴设备市场的份额将增至 43.5%，增加约 20pp。根据旭日大数据调研数据，智能手表的功能模块中最被用户需要和欢迎的功能是健康监测。目前，苹果系和安卓系手表都在深耕、储备健康检测技术，血糖监测、血压监测等功能成为智能手表功能拓展的核心方向。以苹果举例，苹果手表供应商成功布局无侵入血糖检测技术，若临床测试成功，该技术有望成为苹果健康监测功能的强劲补充。经测算，若 iWatch 引入血糖监测功能，目前年出货量 3、4 千万的 iWatch，仅在在糖尿病患者群体中的潜在需求量就有望达到 2、3 亿的量级。

图 40：全球智能手表出货量情况（百万台）



数据来源：IDC，西南证券整理

图 41：智能手表功能受欢迎程度



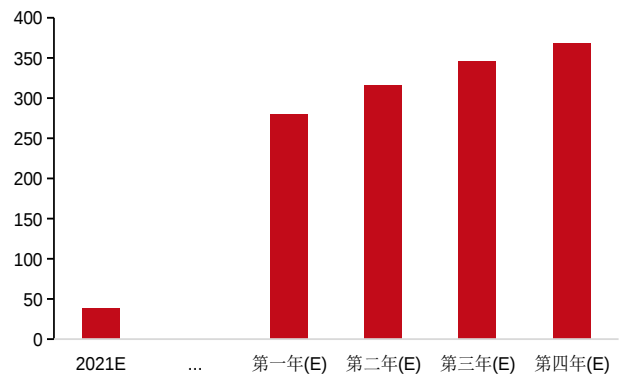
数据来源：旭日大数据，西南证券整理

图 42: Apple Watch 出货量 (百万台)



数据来源: IDC, Strategy Analytics; 西南证券预测

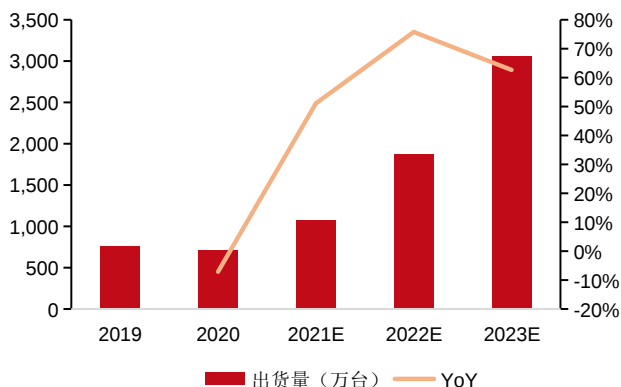
图 43: Apple Watch 引入血糖功能后潜在需求量预测 (百万台)



数据来源: IDC, 西南证券预测

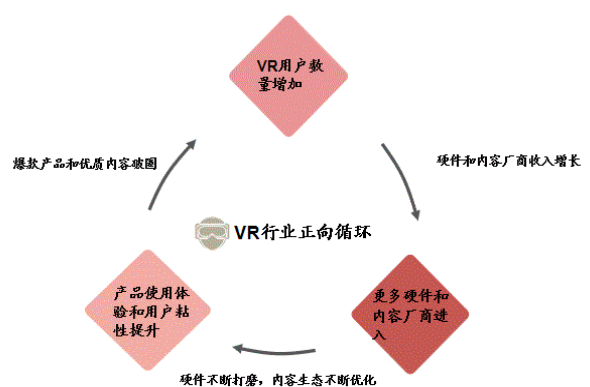
现象级产品带动 VR 行业重拾热度, 头显出货量的爆发式增长才正式开始。2021Q4, Quest 2 发布后销售火爆成为现象级产品, 历经 2 年平静期的 VR 市场重被引燃。目前, Quest 2 销量已远超往年 Oculus 各代 VR 产品之和, 或成为史上第一款销量超千万的 VR 设备。与此同时, 元宇宙概念火热, Meta (前 Facebook)、苹果、字节跳动、腾讯等科技巨头纷纷布局元宇宙赛道, VR 硬件和内容生态的发展均加速前行, XR 行业进入正向循环的发展模式。考虑到 Quest 2 热度不减, 新一代 Quest、PS VR 以及苹果首款 MR 头显等多款市场高关注度的新品计划推出, 我们预计 2021-2023 年全球 VR 设备 (含 MR) 出货量有望保持 60% 以上的增速, 至 2023 年有望达 3000 万台。

图 44: 全球 VR 设备出货量情况 (万台)



数据来源: IDC, 西南证券预测 (预测数据包含 MR 设备)

图 45: VR 行业进入正向循环状态



数据来源: 西南证券整理

MIM 工艺更契合可穿戴设备的零件需求, 下游放量, 为 MIM 行业注入增长动能。由于 MIM 工艺的突出优势, 目前其在智能手机中已有了相当大规模的应用, 起到了良好的示范效用。借鉴 MIM 在智能手机中的成熟应用, Fitbit、Garmin 等知名可穿戴设备品牌也陆续大量运用 MIM 工艺, 这为其他品牌商向 MIM 件转移奠定了基础。目前, 安卓系智能手表已经大量采用 MIM 零部件, 如表壳、表圈等, 苹果系智能手表也开始向 MIM 切入, 并有逐渐向外观件渗透的趋势。此外, VR/AR 头显中诸多零件也开始采用 MIM 工艺。除了高精度、外观精美等要求以外, 可穿戴设备对轻便性、亲肤性、精密化有较高要求, 因此品牌商们不断对零件材料进行创新和尝试 (比如目前钛及钛合金凭借轻质地、高强度、耐腐蚀、防过敏、外观美观等性能受到智能手表厂商的青睐), MIM 工艺不管在微小零部件制造方面、材料的选择广

度方面还有批量化生产方面都有明显优势，我们认为未来可穿戴设备中 MIM 工艺渗透率提升、采用更多 MIM 零部件将会成为普遍趋势。经测算，我们预计至 2023 年，可穿戴设备领域 MIM 零部件的潜在市场规模约为 40+ 亿元。

公司可穿戴类产品放量打开长期增长空间，高毛利业务发展带动整体盈利水平上行。1) 智能手表：公司为智能手表提供 MIM 表壳、装饰圈等零部件。在 A 客户方面，目前出现 MIM 工艺逐渐向其智能手表的外观件渗透的趋势，有望大幅增加单机 MIM 件价值量。公司作为 A 客户 MIM 件的核心供应商，在 A 客户智能手表放量、单机 MIM 件价值量提升的基础上，将迎来量价齐升。在安卓系智能手表方面，公司的重要客户是 H 客户，伴随着 H 客户缺芯问题的好转，出货增速有望逐步回升，同时叠加公司供应份额增加，公司手表类产品将迎来提速增长。2) VR/AR 设备：公司已切入部分 VR 设备供应链，为终端产品提供 MIM 零部件。目前，VR 产品进入加速放量期，蓝海市场未来发展空间广阔，故有望长期为公司贡献业绩增量。此外，智能手表、VR/AR 设备的 MIM 件在积极推进材料创新，由于新材料 MIM 件的单价和毛利率更高，则有望进一步带动公司整体盈利能力提升。

◆ 增量 3：国内汽车、医疗等领域 MIM 件渗透率提升

注射成型契合汽车和医疗零部件的需求，MIM 件应用场景更为多元。1) 在汽车领域：汽车零部件愈发朝着微型化、轻量化、集成化的方向发展，部分零件形状复杂度高，MIM 工艺能很好地契合汽车零部件的发展趋势。目前，MIM 产品广泛应用于汽车的安全系统、燃油系统、传动系统、电气系统和装饰件等，如发动机部件、涡轮增压器部件、安全气囊件、方向盘锁件、变速箱部件等。2) 在医疗领域：医疗器械产品对材料要求高，需要其具备高强度、耐腐蚀性、抗腐蚀性、高力学性等性能，而 MIM 工艺适用材料广泛，能较好契合这一需求。目前，MIM 工艺的在医疗器械领域中的应用愈发广泛，主要应用在手术器械、整形工具等，如内窥镜、手术刀柄/钳、微创吻合器、解剖手术刀等产品。

图 46：MIM 在汽车领域的应用



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 47：MIM 在医疗领域的应用

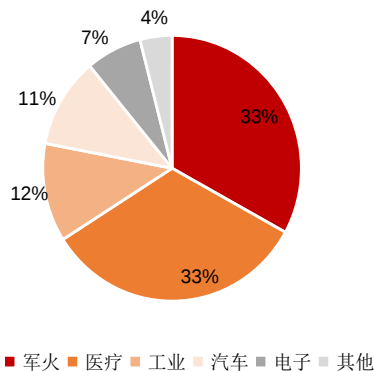


数据来源：公司官网，西南证券整理

目前 MIM 在国内汽车、医疗领域应用有限，长期看未来渗透空间可观。前文我们讲过，在国内，MIM 应用主要集中在消费电子领域。而在欧美地区，汽车和医疗行业更为发达，MIM 在其汽车和医疗行业应用居多：在北美，MIM 在医疗和军火领域应用广泛，这两个行业占据北美 MIM 市场的半壁江山，占比均为 33%；在欧洲，MIM 在汽车、军火、建筑的应用居多，占比分别为 32%、22%、21%；而在中国，MIM 在医疗和汽车领域的应用占比均不到 5%。未来国内 MIM 在汽车和医疗领域应用空间潜力巨大。根据中研网数据，2020 年我

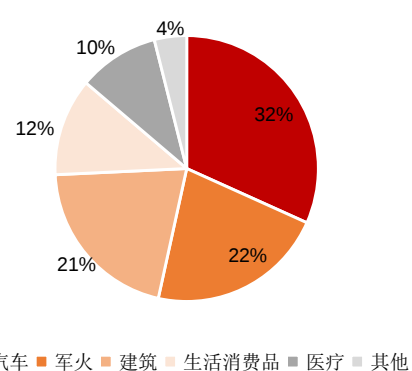
国汽车零部件市场规模约 4.1 万亿元；根艾媒咨询数据，近年来我国医疗器械行业增长态势强劲，已成为全球第二大医疗器械市场，2013-2020 年市场规模从 2120 亿元增长至 7655 亿元，CAGR 达 20.1%。在国内汽车零部件和医疗器械行业规模的庞大基数下，MIM 件渗透率的小幅提升便会带来可观的边际增量——MIM 在汽车和医疗领域的应用渗透率提升 1% 即能带来接近 500 亿的市场增量。

图 48：北美 MIM 市场的应用领域



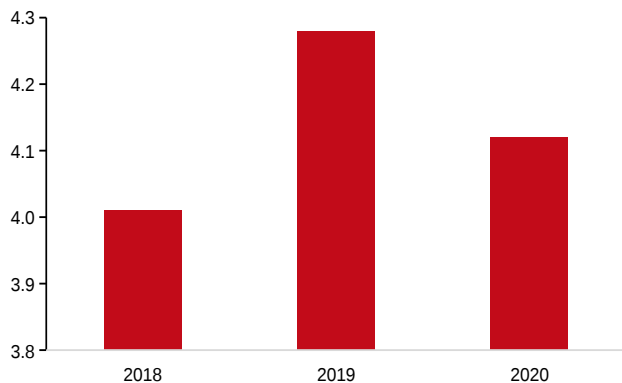
数据来源：美国金属粉末工业联合会 (MPIF)，西南证券整理

图 49：欧洲 MIM 市场的应用领域



数据来源：美国金属粉末工业联合会 (MPIF)，西南证券整理

图 50：中国汽车零部件行业市场规模（万亿元）



数据来源：中研网，西南证券整理

图 51：中国医疗器械行业市场规模（亿元）



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

积极拓宽下游应用边界，子公司的业务协同助力公司汽车、医疗业务加速发展。公司在汽车行业布局多年、客户基础良好，在医疗领域亦有较好的积淀。目前，MIM 在国内汽车、医疗领域应用有限，长期看未来渗透空间可观，叠加公司同子公司瑞点精密在汽车、医疗等领域的业务协同，未来其汽车和医疗业务有望实现加速发展。

3 传动&散热：发力布局千亿级市场，打开长期增长空间

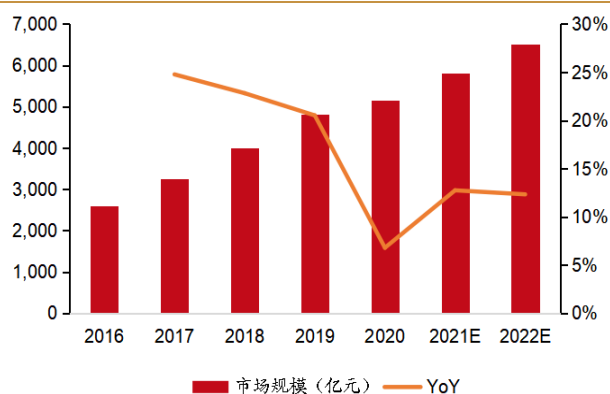
3.1 传动业务：下游应用空间巨大，传动组件业务将贡献重要增量

公司传动业务包括传动组件业务和精密传动机构业务两部分。其中，传动组件包括折叠屏手机转轴、TWS 耳机转轴等消费电子领域的产品；精密传动机构则主要包括精密齿轮箱、传动系统，可应用于智能手机、智能家居、智能家电、医疗、汽车、机器人等领域。未来，公司传动业务主要聚焦于价值量、附加值较高的传动产品。

◆ 传动机构：受益于智能家居和新能源汽车行业的发展，下游需求进一步放量

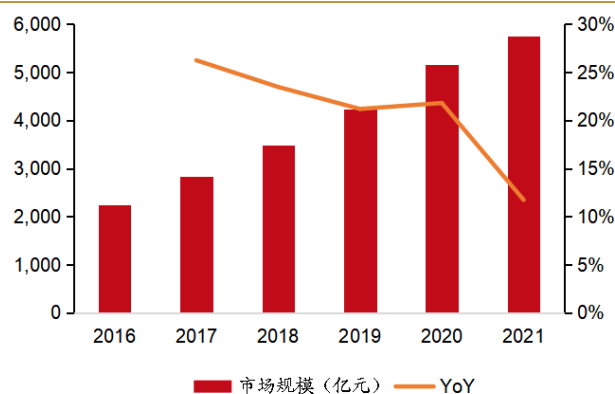
诸多科技巨头企业布局智能家居领域，千亿市场空间将进一步升级。在市场需求和政策的支持下，小米、华为、美的、百度、阿里、海尔等品牌商陆续进入智能家居领域，角逐之战悄然拉开。其中，小米、华为、海尔最具代表性，小米代表坚持性价比定位的智能家居，华为代表平台型智能家居，海尔智家代表智能家电制造商。根据 CSHIA 数据，2016-2020 年国内智能家居市场规模由 260 亿元增至 5145 亿元，期间年复合增长率约为 18.5%，预计 2022 年国内市场规模有望达 6515 亿元。基于巨大的市场空间，愈来愈多玩家加入智能家居市场。中国成为全球最大的智能家居市场，未来有望占据全球 50%-60% 的消费份额。

图 52：中国智能家居市场规模（亿元）



数据来源：CSHIA，西南证券整理

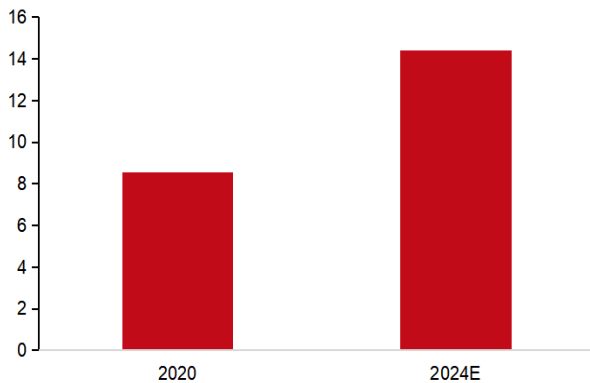
图 53：国智能家电市场规模（亿元）



数据来源：中国商情网，西南证券整理

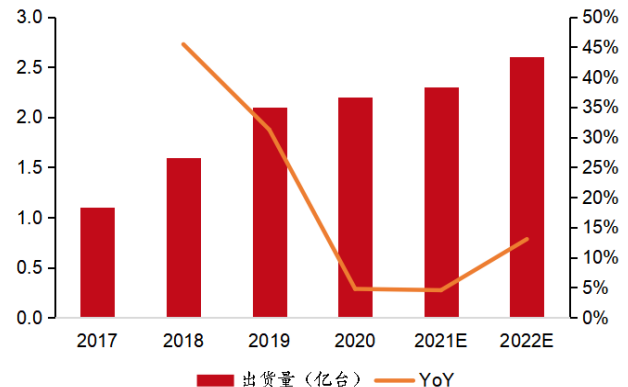
智能家居市场呈现稳健增长态势，随着智能化水平提升增长有望持续。从出货量来看，根据 IDC 数据，2020 年全球智能家居设备出货量超 8.5 亿台，预计到 2024 年将超过 14 亿台，期间复合年增长率超 13.3%。2020 年，国内智能家居设备市场出货量约 2.2 亿台，预计 2022 年有望达 2.6 亿台。中国是全球最大的物联网市场，全球蜂窝网络连接设备有近 64% 的份额来自中国，受益于国内物联网技术的快速发展，未来智能家居市场仍将处于快速增长通道。

图 54：全球智能家居出货量（亿台）



数据来源：IDC，西南证券整理

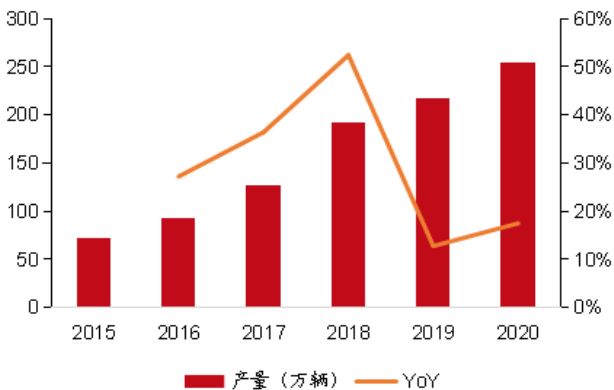
图 55：中国智能家居出货量（亿台）



数据来源：IDC，西南证券整理

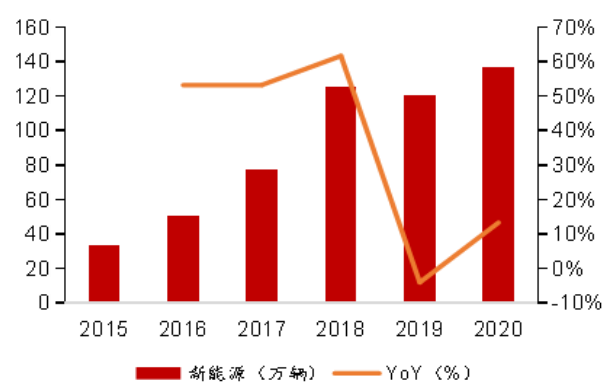
全球新能源汽车渗透率加速上行，国内市场长期向上发展趋势明确。从全球市场来看，根据前瞻研究院数据，2020 年，全球新能源出货量超过 250 万辆，同比增长 17.5%，2015-2020 年出货量翻 4 倍。全球新能源汽车行业进入快速发展期，未来新能源车渗透率有望加速上行。我们认为 2030 年全球新能源汽车销量将达到 4000 万辆，渗透率达到约 50%。从国内市场来看，2020 年，国内新能源汽车出货量约 137 万辆，在全球市场份额超过 50%。我国《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》鼓励发展中高端电动车，加上为新能源充电、换电设施提供政策保障，则全面确定了国内新能源汽车长期向上的发展趋势。

图 56：全球新能源汽车出货量（万辆）



数据来源：前瞻研究院，西南证券整理

图 57：国内新能源汽车出货量（万辆）



数据来源：前瞻研究院，西南证券整理

精密传动机构应用场景多元，形成庞大的下游需求空间。传动机构应用领域非常广泛，未来公司传动机构业务或将向智能家居、新能源车这两个高成长性行业发力。**1) 智能家居：**传动系统是机械驱动中必不可少的部件，对智能家居动作完成的高效性、精准性有着重要影响。伴随智能家居行业的发展，智能交互与控制的需求与日俱增，比如智能窗帘减速、智能电视机摄像头升降、智能锁心等，均需要通过该机构实现相应的动作、特定的功能。随着 5G 技术的商用推广、AIOT 生态的逐步扩展、家居智能化水平的提升，智能家居对产品交互和控制的精密程度要求进一步加大，精密传动机构核心部件齿轮箱也正不断向小型化、精密化方向发展。**2) 新能源汽车：**在汽车领域，常见的精密传动机构包括电动尾门撑杆、自动门锁、电动车窗升降系统、触控式手套箱等。随着汽车电动化、智能化、轻量化的进一步推进，

传动机构的配备更多、精度要求也更高，满足汽车精密控制、微型化的精密传动机构需求亦将放量。

◆ 传动组件：公司折叠机铰链组装业务推进顺利，有望为传动业务贡献重要增量

公司具备折叠机铰链组装量产能力，组装业务落地将大幅提升所供价值量。之前，公司在折叠屏手机铰链中以供应 MIM 件的形式参与，单机供应价值量相对有限。市场上推出的折叠机产品，其铰链组装多以美资、韩资、台资企业为主。公司在铰链方面积极进行技术储备、打磨，从零部件向组件延伸、增强与 MIM 业务的协同，逐步切入部分品牌折叠机铰链组装环节，成为内地稀缺的、具备折叠机铰链组装量产能力的厂商。目前，公司铰链组装业务推进顺利，2022 年量产有望放量落地，公司在铰链中的单机供应价值量、附加值将得以提升，同时进一步提高传动业务的盈利水平。

3.2 散热业务：体积小、增速高，散热需求增加趋势明确

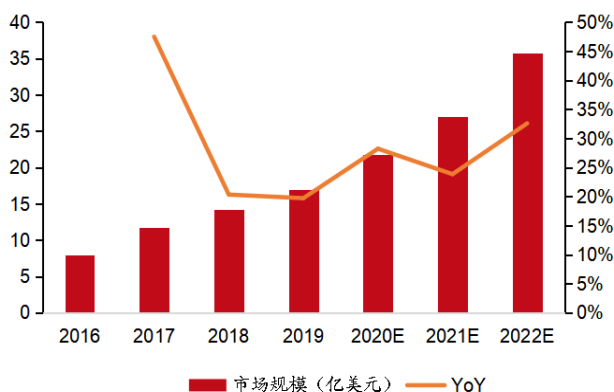
公司散热业务主要为消费电子、通信等领域提供热管、VC 等散热产品。散热下游应用领域诸多，包括消费电子、汽车、基站、服务器、数据中心等，市场空间为千亿级别。

◆ 5G：5G 时代的发展带动散热需求大幅提升

受益于 5G 手机销量持续增加，手机散热市场保持高速增长。智能手机的功耗主要来源于处理器、屏幕、射频前端、摄像头模组、电池及充电等模块。5G 手机朝着高性能、高集成度、高屏幕素质、轻薄化方向升级，手机发热量相比 4G 手机明显增加，散热需求也随之大幅提升。根据中投产业研究院数据，2019 年全球手机散热市场规模约为 14.2 亿美元，2020 年 5G 手机渗透率开始加速提升，带动全球手机散热市场规模大幅上行，预计 2022 年将达到 35.8 亿美元，2019-2022 年复合增长率有望达 21.6%。

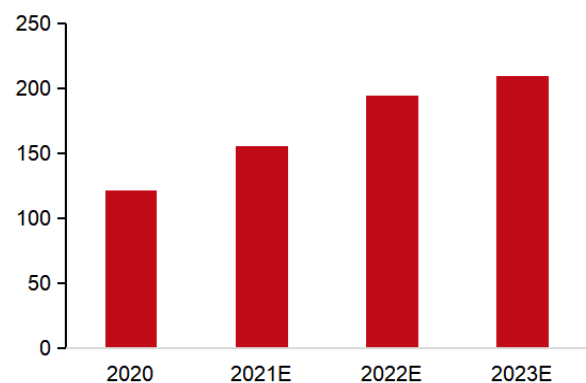
5G 基站建设在全球范围内加速落地，单站散热需求成倍增长。近两年，通信行业处于 4G 普及且向 5G 逐渐过渡发展的阶段，5G 通信基站建设需求愈发旺盛。2020 年开始，全球和国内的 5G 基站建设数量均出现大幅上涨。根据工信部最新数据，截止 2022 年 2 月，国内 5G 基站总数已达 150.6 万个，远超先前 Fortune 机构的预期。5G 基站功耗大幅提升，功耗增加主要来自于 AAU。根据中通服咨询设计研究院数据，5G 基站单站功耗是 4G 基站单站的 2-3 倍，功耗的增加直接带动散热需求上行。

图 58：全球手机散热市场规模（亿美元）



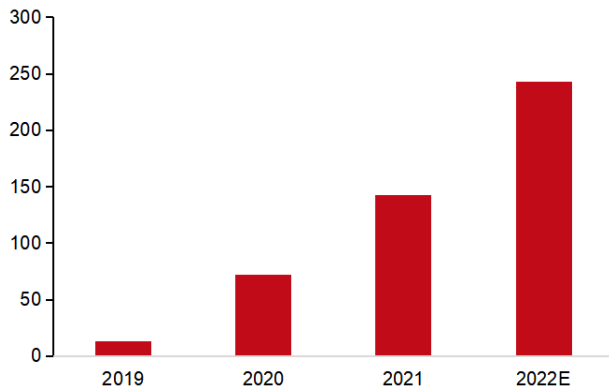
数据来源：中投产业研究院，西南证券整理

图 59：全球 5G 基站建设预测（万站）



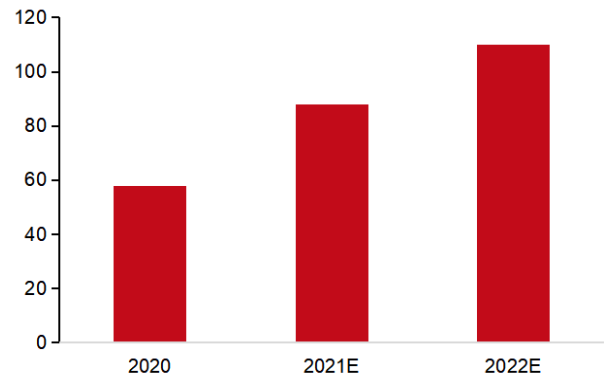
数据来源：Fortune Business Insight，西南证券整理

图 60: 国内 5G 基站数量 (万站)



数据来源: 观研天下, 西南证券整理

图 61: 国内 5G 基站建设预测 (万站)

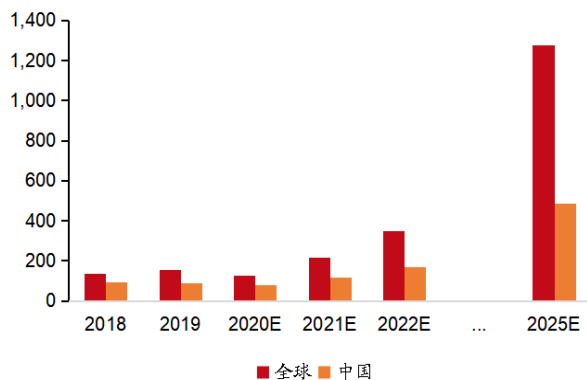


数据来源: Fortune Business Insight, 西南证券整理

◆ 汽车: 汽车电动化、智能化升级对散热的需求进一步提升

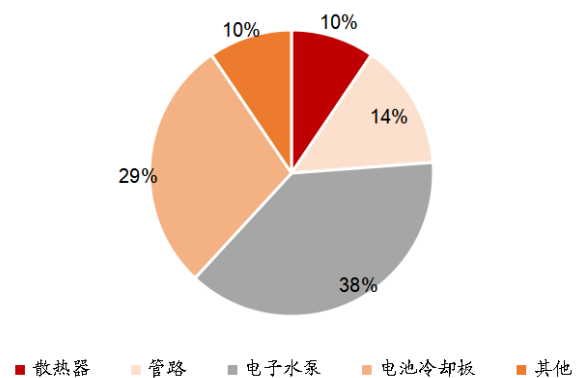
新能源汽车热管理行业蓬勃发展, 散热市场随之快速上行。新能源汽车的热管理系统相比传统汽车而言, 更为复杂。新能源汽车主要热源有电池、控制器、电动机等, 热管理系统的核心之一则是对电池、电机进行有效冷却散热。新能源汽车不仅包括传统空调系统, 且新增电池、电机等冷却需求。根据华经产业研究院数据, 2019 年全球新能源汽车热管理市场规模约为 157 亿元, 预计 2025 年增至 1278 亿元, 期间年复合增长率约 43%; 2019 年国内新能源汽车热管理市场规模约为 90 亿元, 预计 2025 年增至 485 亿元, 期间年复合增长率约 59%。根据电池热管理系统价值构成, 2025 年全球、国内新能源汽车散热器对应市场规模分别约为 128 亿元、49 亿元。

图 62: 全球和中国新能源汽车热管理市场规模 (亿元)



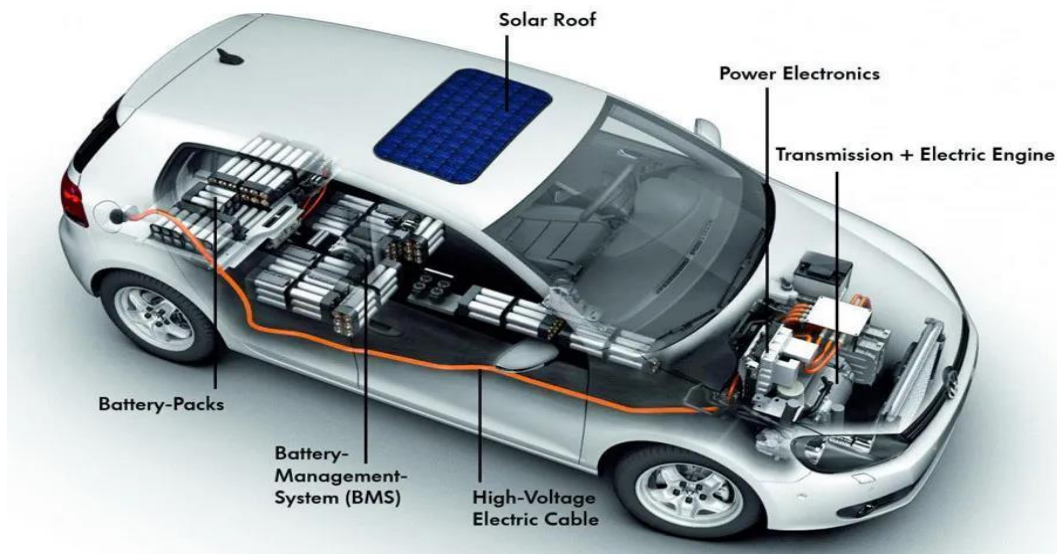
数据来源: 华经产业研究院, 西南证券整理

图 63: 新能源汽车电池热管理系统价值构成



数据来源: 华经产业研究院, 西南证券整理

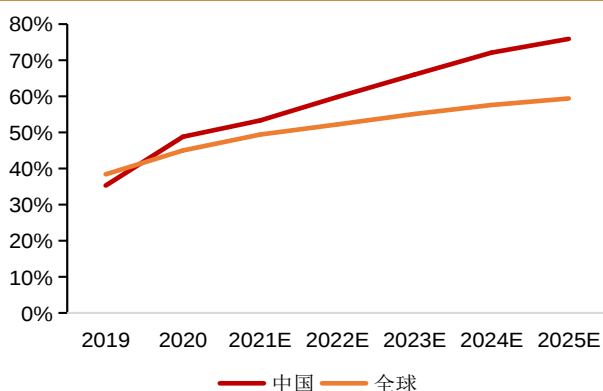
图 64：新能源汽车动力电池系统示例



数据来源：知乎，西南证券整理

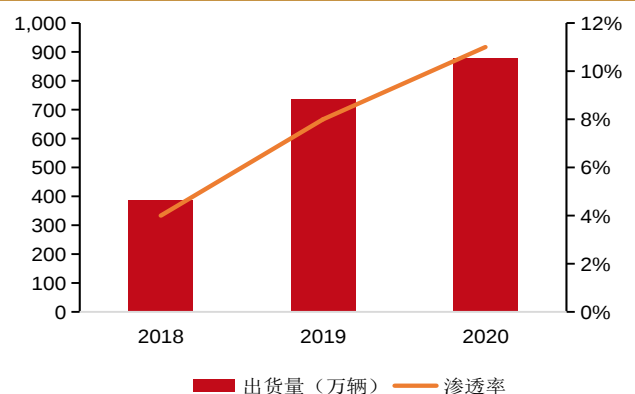
汽车智能化升级持续深入，算力、功耗增加促使散热需求逐渐凸显。目前，智能驾驶处于 L2 的放量期、L3 的导入期，智能化进程在加速推进。自动驾驶与新能源汽车的技术协同性较高，各大车企倾向于在新能源车的基础上研发搭载自动驾驶系统，新能源汽车放量亦能带动智能化快速提升。受益于政策推动，智能驾驶是未来长期的发展趋势，我们预计至 2030 年全球智能汽车渗透率或将超过 60%，出货量有望超过 6600 万辆。从智能座舱来看，根据 IHS 数据，目前全球智能座舱渗透率为 35.3%，国内则为 48.8%，预计 2025 年全球和中国渗透率分别可达 59.4%、75.9%。ADAS 主要包括 GPS 和 CCD 相机探测模块、通信模块、控制模块，内置芯片多、算力要求高、功耗需求大，ADAS 放量将带动智能驾驶汽车散热需求逐渐凸显。

图 65：智能座舱渗透率



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 66：L2 及以上自动驾驶汽车的出货量及渗透率



数据来源：IHS，西南证券整理

紧跟 5G 时代、汽车电动化对散热需求提升的趋势，公司发力布局散热业务。公司不断进行散热材料及零部件的开发，积极向高功率、高效率的热管、VC 均温板和新型散热材料方向拓展，并从散热单品向下游散热模组延伸。目前，公司散热业务处于收入体量小但增速高的阶段，预计未来两年该业务将实现翻倍增长。

4 子公司：并购整合顺利推进，有望同子公司产生多方位协同

2021 年，公司成功收购了安特信 60% 的股权；2022 年，公司成功收购了瑞点精密 100% 的股权。公司同子公司主营业务存在相通之处，高协同性有望提高公司产品附加值、增强公司的盈利能力

◆ 安特信：助于公司向下游智能终端产品拓展

安特信深耕智能耳机领域多年，在声学、芯片设计、射频设计、外观设计等方面积累了丰富的经验。安特信主要为消费电子厂商提供蓝牙音频产品技术一站式解决方案，其产品覆盖智能耳机、TWS 蓝牙耳机、主动降噪耳机等，主要客户包括 OPPO、Nothing、安克、多科、飞智等国内外知名品牌商。目前，安特信也在利用原有积累，横向打通业务边界，布局其他可穿戴产品。收购安特信，有助于公司向下游智能终端产品拓展，协同双方在可穿戴产品方面的技术力量、生产和组装经验，提升产品附加值。

安特信管理层面逐渐改善，有望实现收入稳增长、扭亏为盈。公司同安特信进行 2020-2022 年业绩对赌，2020 年业绩目标成功实现，2021 年并未达成业绩目标，主要原因在企业规模快速扩张、从 ODM 向 ODM 与 OEM 为一体的厂商转型的背景下，其内部管理、供应链管理等问题逐步凸显，导致成本增加。2021 年下半年，公司介入安特信协助管理，通过人员派驻、管理制度建立、办公系统对接、精简组织和职能架构等方式，对其内部管理体制进行梳理、优化、精简，目前已实现停止亏损。我们认为，随着 TWS 耳机品牌替代白牌的需求放量、安特信可穿戴产品的顺利推进，未来其营业收入有望保持稳健增长，2022 年其扣非净利润方面或将实现扭亏为盈。

表 3：公司同安特信业绩对赌情况

	2020	2021	2022
业绩承诺金额（万元）	1,200	2,400	3,600
实际完成情况（扣非后净利润）	1,217.07	-5,773.78	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

◆ 瑞点精密：充分发挥 MIM、精密塑胶业务与传动、散热业务的协同

瑞点精密专注于汽车塑胶件中技术含量和产品附加值较高的领域，在汽车内饰运动机构件方面具有多年生产制造经验和技术储备，同时涉足消费电子、医疗器件等领域。本次收购有利于精研科技横向整合不同的生产工艺，充分发挥 MIM、精密塑胶业务与传动、散热业务在整体组件上的协同性，拓展产品在消费电子和汽车领域应用的深度、广度，推动公司向新能源汽车、智能家居等领域产品组件方向延伸。

表 4：公司同瑞点精密业绩对赌情况

	2021	2022	2023
业绩承诺金额（万元）	1,400	2,100	3,000

数据来源：公司公告，西南证券整理

产品、市场、资源多方协同，助力公司经营效率进一步提升。

1) 产品协同：公司设立传动事业部，在金属精密零部件的基础上往下游组件延伸，但公司的能力仍以结构件为主，而下游组件则涉及到设计、组装以及制程管控能力。瑞点精密则是以组件起家，其产品的设计和组装、制程管控能力已在业内被多家客户认可，基于此，瑞点可助力公司往下游组件拓展。

2) 市场协同：精研主要客户包含消费电子、智能家居、汽车、医疗领域，瑞点则包括汽车、医疗、智能家居领域，二者下游有较高的重合度。但精研主要做小型结构件，很难切入到汽车、医疗领域的核心供应链中。公司和瑞点在客户方面互补，可节约一定的客户开发成本。

3) 资源协同：精研大部分产能是金属注射成型，瑞点精密塑胶件的核心工序亦是注射成型，二者可以共用注射成型机。精研在产能空闲之时可承接瑞点精密的业务，进而提高产能利用率；同时瑞点也可减少固定资产的投资，在部分设备方面实现可以共用。

基于公司同瑞点多方位的高度协同，我们认为未来公司在汽车、医疗、智能家居领域有望加速推进。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：MIM 零部件及组件。

1) 折叠屏铰链业务：我们假设公司在 S 客户的份额相对稳定，2022-2024 年维持主供地位不变，份额维持在 55% 以上；假设公司在 H 客户的份额稳步提升，至 2023 年有望提升至 40%；目前铰链结构正逐步向复杂的水滴型铰链升级，假设未来铰链 MIM 件单机用量进一步提升。

2) 可穿戴设备业务：我们假设 A 客户智能手表外观件向 MIM 工艺转移推进顺利，公司在 H 客户智能手表的供应份额稳步提升至 4 成左右。

假设 2：传动、散热类组件及其他。我们假设公司转轴组装量产落地顺利，作为大客户的主供，供应份额稳定在 60-70% 区间。

假设 3：其他业务。我们假设子公司瑞点精密顺利完成整合，有效同公司业务发挥多方位的协同效应。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 5：分业务收入预测

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
MIM 零部件及组件	收入	1886.7	2415.9	2797.6	3113.6
	增速	29.2%	28.0%	15.8%	11.3%
终端产品	收入	376.3	432.8	467.4	500.1
	增速	19.8%	15.0%	8.0%	7.0%
传动、散热类组件及其他	收入	100.6	293.2	805.7	1423.2
	增速	19.8%	191.5%	174.8%	76.6%
其他业务	收入	191.7	225.9	291.5	361.6
	增速	107.0%	17.9%	29.0%	24.0%
合计	收入	2404.1	3367.7	4362.2	5398.6
	增速	53.7%	40.1%	29.5%	23.8%

数据来源：Wind，西南证券

5.2 相对估值

我们选取立讯精密、歌尔股份、东睦股份、水晶光电四家公司作为可比公司。四家公司 2022 年的 Wind 一致预期 PE 的均值约 19 倍。

考虑到公司在 MIM 领域的龙头地位、在折叠屏铰链供应链中的核心地位，MIM 在可穿戴领域的市场开拓潜力、子公司整合完成后带来的业务协同效应，我们认为中短期公司业绩高速增长具有较高确定性，预计 2022-2024 年公司归母净利润复合增速有望达 44.7%。考虑到公司在折叠屏铰链供应链中的核心份额优势，是国内稀有的、率先布局铰链组装业务且具备量产能力的 MIM 厂商，我们给予公司一定的估值溢价，给予公司 2022 年 30 倍 PE（对应 PEG 不到 0.7），对应目标市值约 91 亿元，对应目标价格约 58.8 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 6：可比公司估值

证券代码	公司简称	股价	EPS				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002475	立讯精密	29.22	1.03	0.00	1.45	1.90	54.51	48.15	20.10	15.40
002241	歌尔股份	31.88	0.87	1.25	1.72	2.18	42.92	43.24	18.58	14.60
600114	东睦股份	7.14	0.14	0.04	0.43	0.62	54.95	82.77	16.57	11.51
002273	水晶光电	10.05	0.36	0.32	0.45	0.54	31.83	54.69	22.57	18.62
平均值							46.05	57.21	19.45	15.03

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2022.4.15 收盘）

6 风险提示

折叠屏手机出货量不达预期；MIM 工艺渗透情况不达预期；传动和散热业务拓展情况不达预期；子公司业务整合和协同效果不达预期；行业竞争加剧导致份额收窄、产品价格下行。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2404.11	3367.74	4362.17	5398.55	净利润	162.43	303.61	424.08	557.37
营业成本	1758.69	2452.08	3159.00	3855.12	折旧与摊销	147.85	118.36	118.36	118.36
营业税金及附加	16.77	23.64	29.86	37.39	财务费用	33.62	3.37	4.36	5.40
销售费用	48.08	60.62	78.52	91.78	资产减值损失	-159.03	-101.57	-112.01	-116.37
管理费用	161.36	673.55	828.81	1014.93	经营营运资本变动	-156.23	263.68	-176.74	17.86
财务费用	33.62	3.37	4.36	5.40	其他	159.08	69.94	39.21	39.82
资产减值损失	-159.03	-101.57	-112.01	-116.37	经营活动现金流净额	187.71	657.40	297.27	622.44
投资收益	20.85	16.89	18.46	18.33	资本支出	-413.82	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	88.85	43.86	51.10	54.98	其他	-180.22	59.93	38.96	46.79
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-594.04	59.93	38.96	46.79
营业利润	167.83	316.80	443.19	583.63	短期借款	185.97	-185.97	0.00	0.00
其他非经营损益	3.22	2.79	3.22	3.08	长期借款	2.95	0.00	0.00	0.00
利润总额	171.06	319.59	446.40	586.71	股权融资	603.98	0.00	0.00	0.00
所得税	8.62	15.98	22.32	29.34	支付股利	-23.11	-36.78	-60.72	-84.82
净利润	162.43	303.61	424.08	557.37	其他	-625.26	33.85	8.46	5.97
少数股东损益	-21.47	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	144.54	-188.90	-52.26	-78.85
归属母公司股东净利润	183.90	303.61	424.08	557.37	现金流量净额	-251.50	528.43	283.97	590.38
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	510.81	1039.23	1323.20	1913.58	成长能力				
应收和预付款项	825.95	1162.76	1501.85	1859.40	销售收入增长率	53.70%	40.08%	29.53%	23.76%
存货	363.98	478.36	627.91	775.21	营业利润增长率	20.59%	88.76%	39.89%	31.69%
其他流动资产	192.82	172.05	190.51	203.10	净利润增长率	14.51%	86.92%	39.68%	31.43%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	49.94%	25.54%	29.05%	25.00%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1353.55	1249.71	1145.88	1042.04	毛利率	26.85%	27.19%	27.58%	28.59%
无形资产和开发支出	210.72	197.09	183.46	169.82	三费率	10.11%	21.90%	20.90%	20.60%
其他非流动资产	123.43	142.36	162.78	185.39	净利率	6.76%	9.02%	9.72%	10.32%
资产总计	3581.27	4441.57	5135.59	6148.54	ROE	6.92%	11.44%	14.04%	15.95%
短期借款	185.97	0.00	0.00	0.00	ROA	4.54%	6.84%	8.26%	9.07%
应付和预收款项	867.79	1646.14	1931.87	2428.49	ROIC	11.70%	16.49%	24.15%	30.77%
长期借款	2.95	2.95	2.95	2.95	EBITDA/销售收入	14.53%	13.02%	12.97%	13.10%
其他负债	176.77	139.46	180.87	222.74	营运能力				
负债合计	1233.50	1788.56	2115.69	2654.18	总资产周转率	0.70	0.84	0.91	0.96
股本	155.19	155.19	155.19	155.19	固定资产周转率	2.42	3.14	4.50	6.23
资本公积	1431.80	1431.80	1431.80	1431.80	应收账款周转率	3.30	3.46	3.34	3.28
留存收益	758.29	1025.12	1388.48	1861.04	存货周转率	4.14	5.63	5.44	5.31
归属母公司股东权益	2337.28	2642.51	3009.40	3483.86	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.85%	—	—	—
少数股东权益	10.50	10.50	10.50	10.50	资本结构				
股东权益合计	2347.77	2653.01	3019.90	3494.36	资产负债率	34.44%	40.27%	41.20%	43.17%
负债和股东权益合计	3581.27	4441.57	5135.59	6148.54	带息债务/总负债	15.32%	0.17%	0.14%	0.11%
					流动比率	1.60	1.65	1.78	1.84
					速动比率	1.30	1.37	1.47	1.54
					股利支付率	12.57%	12.11%	14.32%	15.22%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	349.30	438.53	565.91	707.39	每股收益	1.18	1.96	2.73	3.59
PE	27.72	16.79	12.02	9.15	每股净资产	15.06	17.03	19.39	22.45
PB	2.18	1.93	1.69	1.46	每股经营现金	1.21	4.24	1.92	4.01
PS	2.12	1.51	1.17	0.94	每股股利	0.15	0.24	0.39	0.55
EV/EBITDA	12.93	8.65	6.14	4.04					
股息率	0.45%	0.72%	1.19%	1.66%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn