

2022 年 12 月 07 日

九菱科技：汽车及家电粉末冶金“小巨人”，拟布局新能源车永磁材料领域

——北交所新股申购报告

北交所研究团队

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

赵昊（分析师）

zhaohao@kysec.cn

证书编号：S0790522080002

万泉（联系人）

wanxiao@kysec.cn

证书编号：S0790122090009

● 主营粉末冶金和永磁材料制品的“小巨人”，2021 年实现营收 1.56 亿元(+9.83%)

九菱科技成立于 2002 年主要从事粉末冶金、永磁材料制品的研发、生产和销售，产品涉及汽车零件、家电零件两个领域，用于汽车起动机、雨刮电机、变速箱同步器、制冷压缩机、洗衣机离合器、减速器等。采用寄售模式（直销）作为主要的销售模式，目前生产 2,000 多个规格型号的产品，配套服务于全国 16 个省市 100 多家客户，获得了佩特来电器集团、三星机电、东贝电器、芜湖欧宝优秀供应商称号，积累了包括湖北神电、潍坊佩特来、东风电驱动、奇精机械、东贝集团等客户，终端客户包括上汽大众、一汽大众、海尔、美的等。2021 年实现营收 1.56 亿元（+9.83%），其中粉末冶金汽车零部件、粉末冶金家电零部件、永磁材料分别占总营收的 46%、40%、13%。

● 我国单车粉末冶金零件重量尚低，2023 年粉末冶金规模有望达 182.8 亿元

我国粉末冶金行业起步较晚，该技术是绿色技术，制造零件时材料利用率更高、单位能耗比更低，汽车行业、机械制造、电子家电等行业的快速发展，为粉末冶金行业提供了强劲的发展动力。目前我国平均每辆汽车使用的粉末冶金零件重量只有 6.3kg，远低于发达国家水平，国内汽车行业在制造技术向国际接轨的过程中，粉末冶金零件的使用量预期有较大上涨空间。随着粉末冶金零部件在 5G 通讯、新能源等新兴领域的运用，中国粉末冶金行业市场规模有望保持 5.0% 的 CAGR，实现稳定增长，预计在 2023 年达到 182.8 亿元。磁性材料行业来看，其目前应用于消费电子、家用电器、汽车工业、风力发电和航空航天等工业领域，根据中国电子材料行业协会磁性材料分会《我国磁性材料及器件行业发展现状和趋势》，2020 年我国各类主要磁性材料产值达 800 亿元左右。

● 拥有 21 项专利，在汽车起动机用粉末冶金细分领域市场占有率约为 25.67%

国内粉末冶金行业内中小企业众多，但行业集中度高，国内领先的粉末冶金企业主要包括东睦股份、扬州保来得、江苏鹰球。九菱目前拥有 21 项专利，每年在下游乘用车、商用车领域约 681 万辆汽车中应用，在汽车起动机用粉末冶金细分领域市场占有率约为 25.67%，细分领域市场地位较高。募投项目包含“年产 11000 吨汽车和节能家电高精度零件生产线新建项目”和“新材料研发中心项目”，募投扩大产能达到年产粉末冶金 9,000 吨、磁性材料 2,000 吨，稀土永磁产品拟研项目拟达市场主流指标水平。

● 底价对应 2021 PE（发行后）为 16.85X，可比公司 2021 PE 均值为 26.12X

公开发行底价为 11.72 元/股，对应 2021 PE（发行后）为 16.85X，可比公司 2021 PE 均值为 26.12X。有望通过本次募投项目有效解决公司产能不足的问题，并顺应国家低碳战略与新能源车发展趋势，稳步切入新能源车稀土永磁材料领域，从和优化业务结构，提升综合竞争力，公司规模较小，建议适当参与申购。

● 风险提示：现有产品细分市场空间较小的风险、业绩下滑风险、新股破发风险

相关研究报告

《新股密集短期或承压，长期配置把握低估公司盈利机遇——北交所策略专题报告》-2022.12.6

《春光药装：分羹奶酪蓝海，领先的液体灌装设备“小巨人”——北交所新股申购报告》-2022.12.6

《半导体硅材料项目投料生产，与天目先导合作拓展硅烷气业务——北交所信息更新》-2022.12.5

目 录

1、业务情况：主营粉末冶金和永磁材料制品的“小巨人”，深耕汽车及家电领域	3
2、财务变化：2021 实现营收 1.56 亿元（+9.83%），盈利能力有所下滑	6
3、行业看点：我国单车粉末冶金零件重量上升空间大，2023 年粉末冶金行业规模有望达 182.8 亿元	8
4、估值对比：公司底价对应 2021 PE（发行后）为 16.85X，可比公司 2021 PE 均值为 26.12X	12
5、风险提示	13

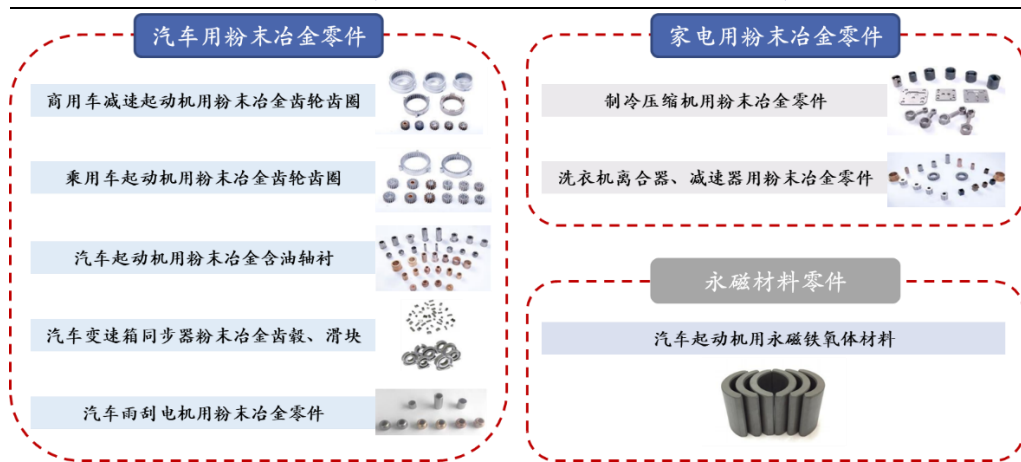
图表目录

图 1：公司产品包含粉末冶金零件（汽车+家电）以及永磁材料零件两大类	3
图 2：2021 年家电粉末冶金零件创收 6266 万元（万元）	3
图 3：2021 年汽车用粉末冶金零件收入占比 46%	3
图 4：公司以直销模式下的寄售模式为主要销售模式	4
图 5：2022H1 公司实现营收 0.63 亿元（-15.22%）	6
图 6：2021 年公司汽车领域产品创收 9275 万元（万元）	6
图 7：2022H1 公司毛利率为 24.23%	7
图 8：公司的期间费用率整体较为稳定	7
图 9：2022H1 公司净利率为 13.39%	7
图 10：2022H1 公司归母净利润达 841.90 万元（-45.90%）	7
图 11：1890 年，全球粉末冶金诞生	8
图 12：中国粉末冶金行业于 2001 年后进入发展的快车道	8
图 13：采用粉末冶金技术工艺制造机械零件具有更高材料利用率、更低单位能耗比	9
图 14：粉末冶金零部件行业的下游为汽车、家电、电动工具、机械等行业	9
图 15：2020 年我国粉末冶金零件在汽车和摩托车应用占比约为 62%	9
图 16：我国平均每辆汽车使用粉末冶金零件重量 6.3kg	10
图 17：到 2025 年中国汽车销量预计达 3,000 万辆	10
图 18：2020 年中国粉末冶金机械零件产量为 17.59 万吨	10
图 19：预计 2023 年中国粉末冶金行业规模达 182.8 亿元	10
图 20：永磁铁氧体市场应用中，家电领域和汽车工业分别占比 18%、15%	11
图 21：公司与同行业可比公司在主要产品、产品类型、产品工艺及应用领域存在重合或相似之处	12
表 1：湖北神电是公司第一大客户	4
表 2：公司本次募投项目为“年产 11000 吨汽车和节能家电高精度零件生产线新建项目”和“新材料研发中心项目”	5
表 3：公司现有产能为年产粉末冶金 4,500 吨、磁性材料 450 吨	5
表 4：公司新能源汽车研发的产品性能与市场主流产品性能一致	6
表 5：公司底价对应 2021 PE（发行后）为 16.85X，可比公司 2021 PE 均值为 26.12X	12

1、业务情况：主营粉末冶金和永磁材料制品的“小巨人”，深耕汽车及家电领域

专注于粉末冶金和永磁材料制品的专精特新“小巨人”企业。九菱科技成立于2002年，主要从事粉末冶金、永磁材料制品的研发、生产和销售，产品涉及汽车零件、家电零件两个领域，用于汽车起动机、雨刮电机、变速箱同步器、制冷压缩机、洗衣机离合器、减速器等。主要产品包括：商用车减速起动机用粉末冶金齿轮齿圈、乘用车起动机用粉末冶金齿轮齿圈、汽车起动机用粉末冶金含油轴衬、汽车雨刮电机用粉末冶金零件、汽车变速箱同步器粉末冶金齿毂、滑块；制冷压缩机粉末冶金连杆、活塞、阀板等。2022年9月获得国家级专精特新“小巨人”企业称号。

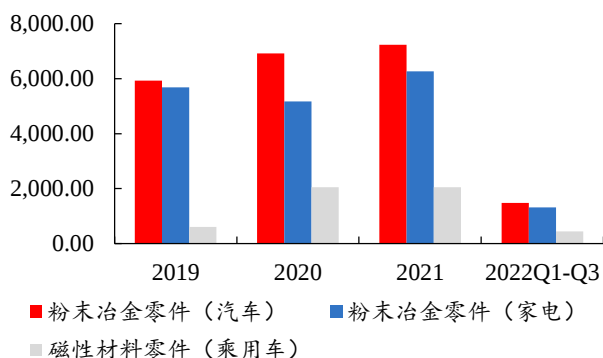
图1：公司产品包含粉末冶金零件（汽车+家电）以及永磁材料零件两大类



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

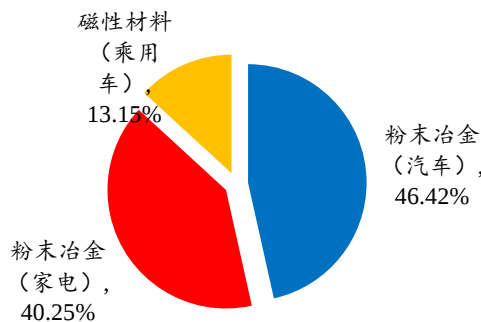
汽车用、家电用粉末冶金零件收入占比分别为46%、40%。从产品构成来看，粉末冶金汽车零部件和粉末冶金家电零部件是主要收入来源，2021年分别创收7227.34万元（+4.43%）、6265.71万元（+21.19%），分别占总营收的46%、40%。此外永磁材料产品主要涉及汽车起动机零件，2021年收入占比为13%。2021年汽车用粉末冶金零件收入增速较2020年有所下滑的主要原因为2021年中国汽车行业整体产销量低于预期；家电领域粉末冶金零件收入增速较高的主要得益于行业需求回暖，同时，公司加大家电市场拓展力度，开发阀板等制冷压缩机粉末冶金零件新产品，带动2021年度收入增加。

图2：2021年家电粉末冶金零件创收6266万元（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

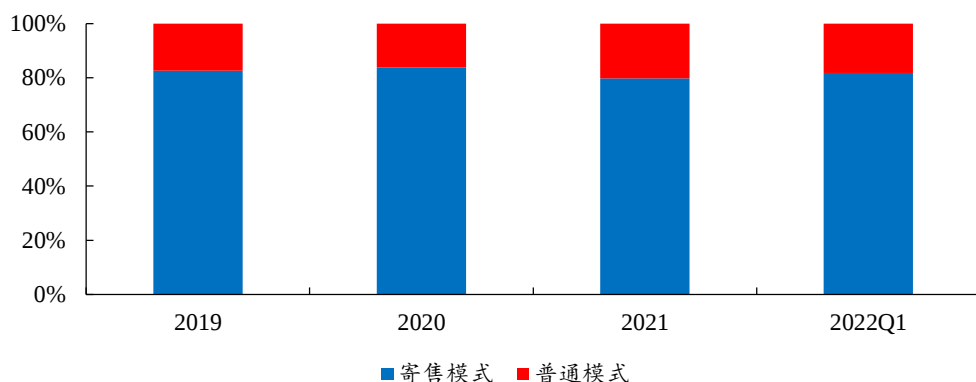
图3：2021年汽车用粉末冶金零件收入占比46%



数据来源：Wind、开源证券研究所

寄售模式（直销）为主。公司主要通过生产、销售粉末冶金零部件产品获取收入和利润，生产所需要的主要原材料为铁粉和铜粉等，原辅材料采取“以产定购”的采购模式。各类产品的设计需求和质量标准由客户提出，公司生产的粉末冶金制品具体产品类型和型号繁多，故目前采用“以销定产”生产模式。公司销售模式均为直销，不存在经销商。直销模式下，公司对客户的销售分为普通模式和寄售模式。2019-2021年，公司寄售模式下收入占主营业务收入比例为82.58%、83.84%、79.80%。

图4：公司以直销模式下的寄售模式为主要销售模式



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

积累了多家国内知名汽车、家电零部件企业客户，客户集中度较高。2019年，公司结合未来汽车行业由燃油车向新能源汽车转变的发展趋势，收购湖北精昇科技有限公司磁性材料生产线，开始介入磁性材料业务。经过多年的经营发展，目前生产2,000多个规格型号的产品，配套服务于全国16个省市100多家客户，获得了佩特来电器集团、三星机电、东贝电器、芜湖欧宝优秀供应商称号，是湖北神电、东风电驱动和潍坊佩特来三大汽车电机厂商起动机粉末冶金零件的独家供应商，主要终端客户包括上汽大众、一汽大众、上汽通用、海尔、美的等。2020-2022Q1，公司前5大客户销售收入占比高于60%，客户集中度较高。

表1：湖北神电是公司第一大客户

序号	客户	销售金额/万元	年度销售额占比	销售产品
2022年1月—3月				
1	湖北神电	996.1	30.61%	乘用车起动机粉末冶金零件、汽车起动机用永磁铁氧体材料
2	东贝集团	415.08	12.76%	冰箱压缩机用粉末冶金零件
3	奇精机械	379.49	11.66%	洗衣机离合器用粉末冶金零件
4	大洋电机	329.77	10.13%	商用车起动机用粉末冶金零件
5	三星机电	127.98	3.93%	洗衣机离合器用粉末冶金零件
合计		2,248.43	69.10%	-
2021年度				
1	湖北神电	4,350.60	27.94%	乘用车起动机粉末冶金零件、汽车起动机用永磁铁氧体材料
2	东贝集团	2,023.88	13.00%	冰箱压缩机用粉末冶金零件
3	大洋电机	1,852.99	11.90%	商用车起动机用粉末冶金零件
4	奇精机械	1,516.25	9.74%	洗衣机离合器用粉末冶金零件
5	东风电驱动	672.78	4.32%	商用车起动机粉末冶金零件
合计		10,416.49	66.91%	-

序号	客户	销售金额/万元	年度销售额占比	销售产品
2020 年度				
1	湖北神电	4,701.40	33.17%	乘用车起动机粉末冶金零件、汽车起动机用永磁铁氧体材料
2	东贝集团	1,937.28	13.67%	冰箱压缩机用粉末冶金零件
3	大洋电机	1,607.57	11.34%	商用车起动机用粉末冶金零件
4	奇精机械	937.75	6.62%	洗衣机离合器用粉末冶金零件
5	东风电驱动	682.51	4.81%	商用车起动机粉末冶金零件
合计		9,866.51	69.61%	-

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

募投扩大产能达到年产粉末冶金 9,000 吨、磁性材料 2,000 吨。公司当前总股本为 3,361.90 万股，公司拟向不特定合格投资者公开发行股票不超过 1.120.63 万股(含本数，未考虑超额配售选择权的情况下)，拟发行股数占总股本的 33.33%。本次募投项目包含“年产 11000 吨汽车和节能家电高精度零件生产线新建项目”和“新材料研发中心项目”，投资规模分别为 2.5 亿元和 0.5 亿元，拟投入募集资金分别为 1.3 亿元、0.2 亿元。公司现有产能为年产粉末冶金 4500 吨、磁性材料 450 吨，“年产 11000 吨汽车和节能家电高精度零件生产线新建项目”项目建成后达产年可年产 11000 吨汽车和节能家电高精度零件，其中粉末冶金零件年产 9000 吨(搬迁产能 4500 吨/年，新增产能 4500 吨/年)、铁氧体永磁年产 1500 吨(搬迁产能 450 吨/年，新增产能 1050 吨/年)、稀土永磁年产 500 吨(新增产能 500 吨/年)。

表2：公司本次募投项目为“年产 11000 吨汽车和节能家电高精度零件生产线新建项目”和“新材料研发中心项目”

序号	项目名称	投资规模/万元	拟投入募集资金/万元
1	年产 11,000 吨汽车和节能家电高精度零件生产线新建项目	25,000.00	13,000.00
2	新材料研发中心项目	5,000.00	2,000.00
合计		30,000.00	15,000.00

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

表3：公司现有产能为年产粉末冶金 4,500 吨、磁性材料 450 吨

工艺	项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 1-3 月
粉末冶金件	产能 (吨)	4,200.00	4,200.00	4,500.00	1,100.00
	产量 (吨)	3,967.21	3,927.26	4,380.73	1,048.09
	销量 (吨)	3,943.16	3,793.75	4,240.07	917.7
	产能利用率	94.46%	93.51%	97.35%	95.28%
	产销率	99.39%	96.60%	96.79%	87.56%
磁性材料	产能 (吨)	125	450	450	125
	产量 (吨)	120.94	420.55	414.13	118.12
	销量 (吨)	126.16	412.24	414.98	104.75
	产能利用率	96.75%	93.46%	92.03%	94.49%
	产销率	104.32%	98.02%	100.21%	88.68%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

稀土永磁产品拟研项目拟达市场主流指标水平。新能源汽车目前主要使用永磁同步电机和感应交流异步电机。公司新能源汽车研发的产品的性能与市场主流产品性能一致，市场上其他同类产品基材的合金化元素配备(如 48UH 牌号 PrNd、DyFe、Tb、Ga)需要添加的比例在 32%-33%之间，而公司的产品在通过了涂层和扩散等工

艺,使基材的合金化元素配备(如 48UH 牌号 PrNd、DyFe、Tb、Ga)降低至 29%-30%,性能不变下改进后基材稀土含量减少 3%,成本减少较为明显。

表4: 公司新能源汽车研发的产品性能与市场主流产品性能一致

名称	单品最高剩磁 (kGs)	单品最高内禀矫顽力 (kOe)	单品最高最大磁能积 (MGOe)
国家标准	≥14.5	≥35	51-55
中科三环	14.5-15	≥40	51-55
宁波韵升	14.6-15.2	≥34	52-56
英洛华	≥14.4	≥35	51-55
金力永磁	14.6-15	≥39	52-57
正海磁材	14.4-15	≥40	50-54
大地熊	14.4-15	≥35	51-54
发行人	≥14.5	≥35	51-55

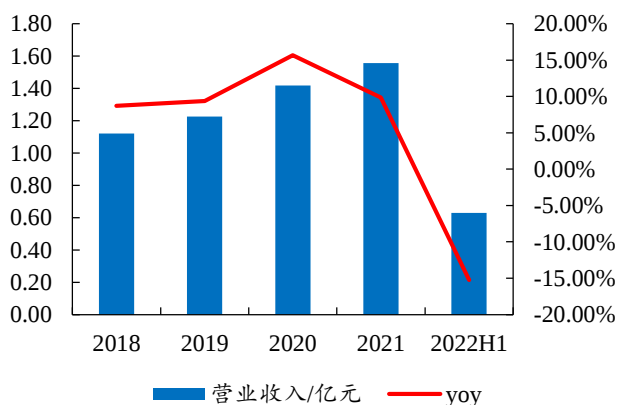
资料来源: 公司招股书、开源证券研究所

2、财务变化: 2021 实现营收 1.56 亿元 (+9.83%), 盈利能力

有所下滑

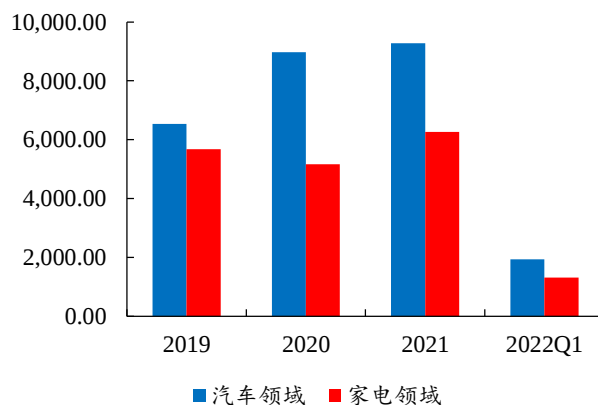
2021 年实现营收 1.56 亿元 (+9.83%), 家电领域产品贡献主要收入增量。公司营收规模逐年增长, 2020 年和 2021 年营收增速分别达 15.66%、9.83%。2022 年上半年实现营收 0.63 亿元 (-15.22%)。2021 年, 受益于家电市场回暖带动客户需求增长, 同时公司积极响应客户需求, 开发新产品, 公司家电领域产品收入同比增长达 21.19%; 2021 年中国汽车行业整体产销量低于预期, 导致公司 2021 年汽车领域产品收入增长不明显。

图5: 2022H1 公司实现营收 0.63 亿元 (-15.22%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 2021 年公司汽车领域产品创收 9275 万元 (万元)

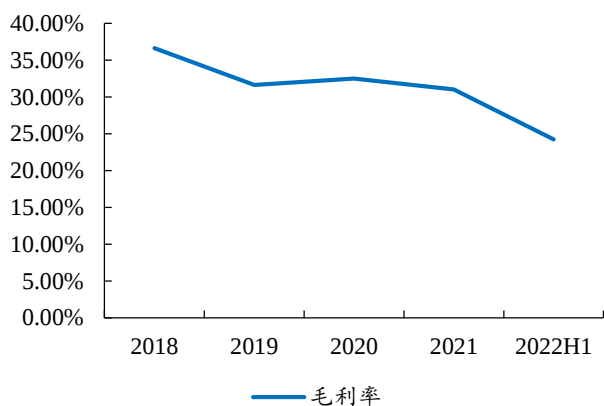


数据来源: Wind、开源证券研究所

2022H1 毛利率下滑至 24.23%，期间费用率整体稳定。2022 年上半年公司毛利率为 24.23%，相较于 2021 年的 31.03%下降较多, 主要由于钢铁及铜等原材料价格上升, 叠加毛利率较高的粉末冶金产品销量下滑所致。2019 年-2022 年上半年的期间费用分别为 2051.90 万元、1663.91 万元、1758.44 万元、822.57 万元, 期间费用率分别

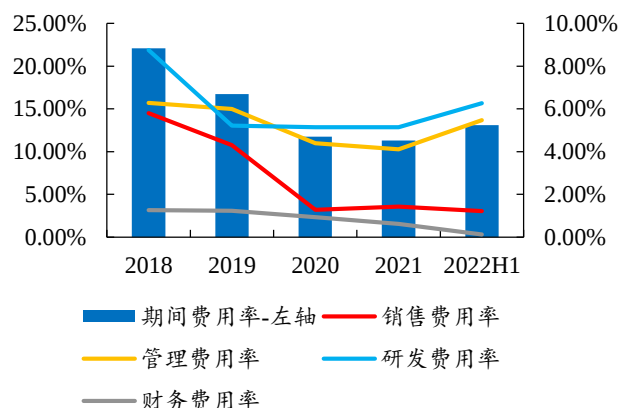
为 16.74%、11.74%、11.29%、13.08%，其中 2021-2022H1 研发费用率分别为 5.14%、6.27%。公司期间费用率整体稳定，成本管控能力较强。

图7：2022H1 公司毛利率为 24.23%



数据来源：Wind、开源证券研究所

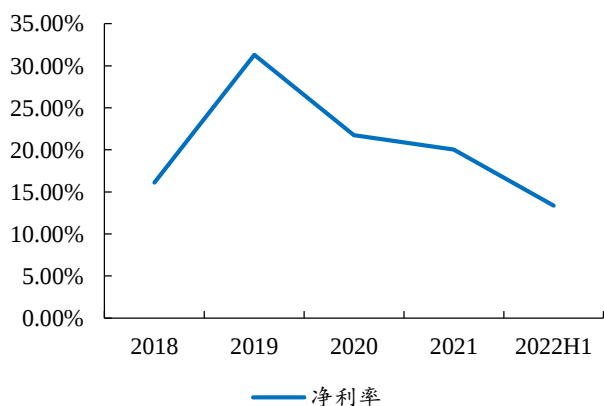
图8：公司的期间费用率整体较为稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

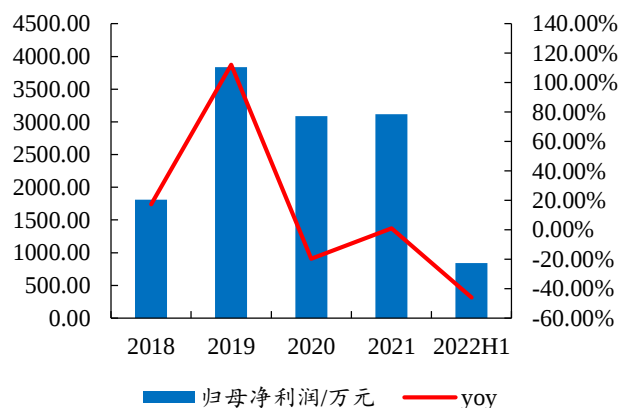
2022 上半年公司净利率为 13.39%，归母净利润达 841.90 万元（-45.90%）。近年来公司净利率呈下降趋势，至 2022 上半年为 13.39%，归母净利润达 841.90 万元（-45.90%）。2022 年上半年，受原材料价格再次上涨，下游主要客户所在地疫情不断反复，进而导致公司的原材料成本上涨和销售收入下降，致使净利率下滑，归母净利润增速转负。

图9：2022H1 公司净利率为 13.39%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2022H1 公司归母净利润达 841.90 万元(-45.90%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、行业看点：我国单车粉末冶金零件重量上升空间大，2023

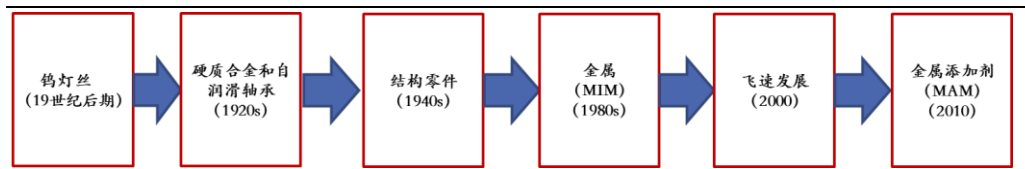
年粉末冶金行业规模有望达 182.8 亿元

公司生产的粉末冶金、永磁材料产品属于机械工业发展的基础零部件，国家将粉末冶金、永磁材料行业列为鼓励 and 重点发展的产业之一，预期进一步推动和促进我国粉末冶金行业规模和整体水平的提高，支持行业内企业对高性能产品的开发，进一步缩小与国际先进水平的差距。

➤ 粉末冶金行业

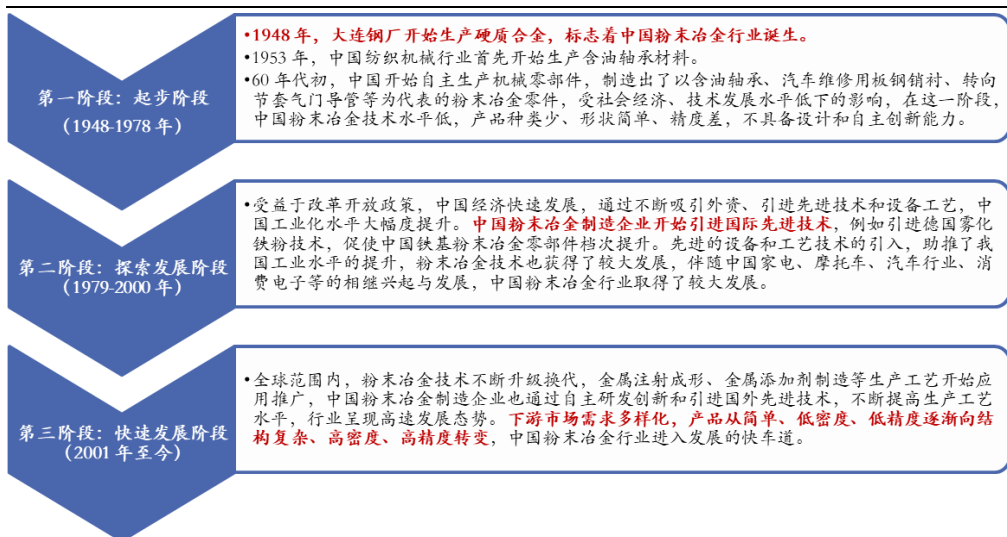
我国粉末冶金行业起步较晚。1890 年，美国人 Coolidge 用粉末冶金方法制成一种灯泡用钨丝，标志近代粉末冶金的诞生，经过一百多年的发展，粉末冶金技术逐渐运用到各类学科领域。由于工业基础薄弱，我国粉末冶金行业起步较晚，其发展大致可以分为起步阶段（1948-1978 年）、探索发展阶段（1979-2000 年）、快速发展阶段（2001 年至今）。

图11：1890 年，全球粉末冶金诞生



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

图12：中国粉末冶金行业于 2001 年后进入发展的快车道

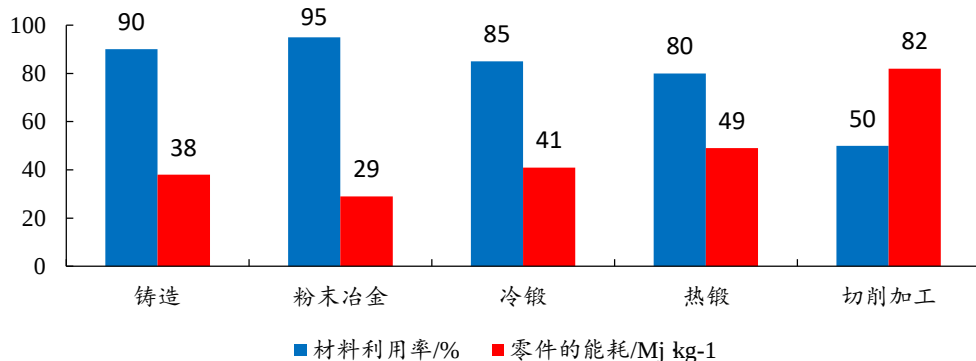


资料来源：公司招股书、开源证券研究所

粉末冶金技术是绿色技术，制造零件时材料利用率更高、单位能耗比更低。粉末冶金是以金属粉末为原料，通过成形、烧结等加工方法，制造高精度、高强度金属材料、复合材料以及各种类型制品的工艺技术。粉末冶金相比于传统铸造、锻造、切削等其他金属生产加工工艺，具备节能省材、产品精度和一致性高、结构复杂、成分均匀等特点，不仅具有更高的材料利用率、更低的单位能耗等比较优势，还可制造用常规方法不能制造的精密、异形机械零件。近年来，随着粉末冶金新技术、

新工艺、新材料的不断开发与应用，粉末冶金零部件产品不断创新与升级，粉末冶金制品应用领域迅速扩大，汽车行业、机械制造、电子家电等行业的快速发展，也为粉末冶金行业提供了强劲的发展动力。

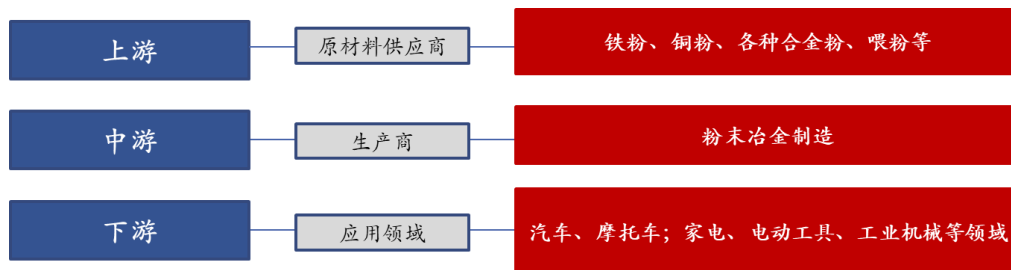
图13：采用粉末冶金技术工艺制造机械零件具有更高材料利用率、更低单位能耗比



数据来源：《粉末冶金手册》、开源证券研究所

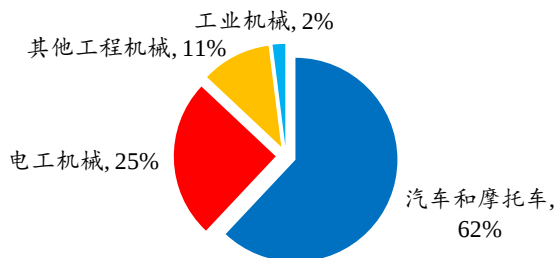
粉末冶金零件在汽车和摩托车应用占比较多。从粉末冶金零部件行业的产业链来看，上游为金属粉末等材料行业。目前，粉末冶金制品的应用分为两大类，一类是难用其他方法制造的部件，比如钨、钼或碳化钨硬质合金、多孔轴承、过滤器、硬软磁性元件等；另一类是替代铸件和锻件的部件，比如汽车离合器片、连杆、凸轮轴和行星齿轮架等。粉末冶金零件下游广泛，主要用于汽车和摩托车、电工机械（家电、电动工具）、工业机械（农机）、其他工程机械等方面。其中汽车和摩托车行业占据主导地位，2020年我国粉末冶金零件在汽车和摩托车应用占比约为62%。

图14：粉末冶金零部件行业的下游为汽车、家电、电动工具、机械等行业



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

图15：2020年我国粉末冶金零件在汽车和摩托车应用占比约为62%



数据来源：中钨在线、开源证券研究所

我国平均每辆汽车使用的粉末冶金零件重量远低于发达国家水平，中国汽车市场规模有望持续扩张。从重量来看，目前我国平均每辆汽车使用的粉末冶金零件重量只有 6.3kg，远低于发达国家水平。欧洲汽车平均每辆使用的粉末冶金零件约为 7.2kg，日本汽车平均每辆使用的粉末冶金零件约为 8kg，美国平均每辆使用的粉末冶金零件约为 18.6kg，分别是国内单台汽车用量的 1.14 倍、1.27 倍和 2.95 倍。据中国汽车工业协会、前瞻产业研究院预测，2022 年我国汽车销量预计达到 2,750 万辆，到 2025 年中国汽车销量可达 3,000 万辆。因此，国内汽车行业在制造技术向国际接轨的过程中，粉末冶金零件的使用量预期有较大上涨空间。

图16：我国平均每辆汽车使用粉末冶金零件重量 6.3kg

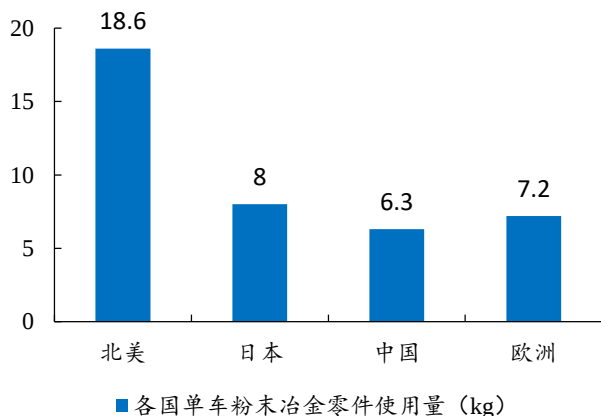
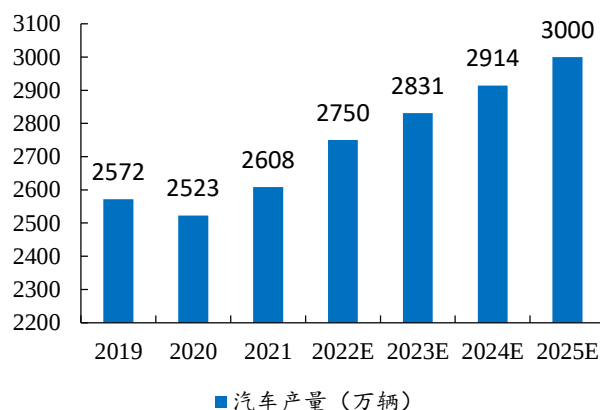


图17：到 2025 年中国汽车销量预计达 3,000 万辆



数据来源：中钨在线、开源证券研究所

数据来源：汽车工业协会、前瞻产业研究院、开源证券研究所

2023 年中国粉末冶金行业市场规模有望达到 182.8 亿元。根据中国机械通用零部件工业协会粉末冶金分会 34 家会员单位统计，2020 年中国铁基类机械零件产量为 16.46 万吨，铜基类产量为 1.13 万吨，二者总计产量为 17.59 万吨。据中国机协粉末冶金协会数据，依据销售收入来计算，2014 年-2018 年中国粉末冶金行业市场规模整体呈现出稳定增长趋势，市场规模由 2014 年的 125.0 亿元增加到了 2018 年的 143.2 亿元，CAGR3.5%。随着粉末冶金零部件在 5G 通讯、新能源等新兴领域的运用，中国粉末冶金行业市场规模有望继续保持 5.0% 的 CAGR，实现稳定增长，预计在 2023 年中国粉末冶金行业市场规模达到 182.8 亿元。

图18：2020 年中国粉末冶金机械零件产量为 17.59 万吨

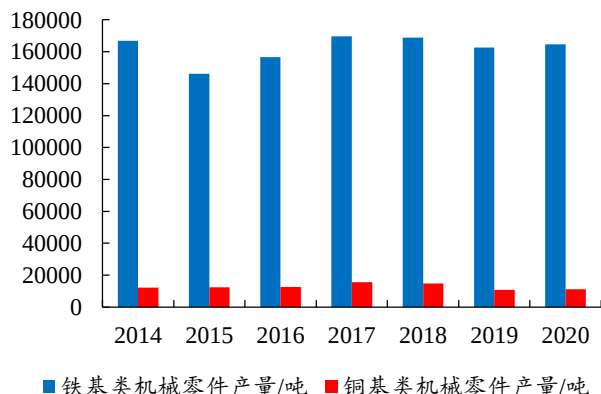


图19：预计 2023 年中国粉末冶金行业规模达 182.8 亿元



数据来源：中国机械通用零部件工业协会、开源证券研究所

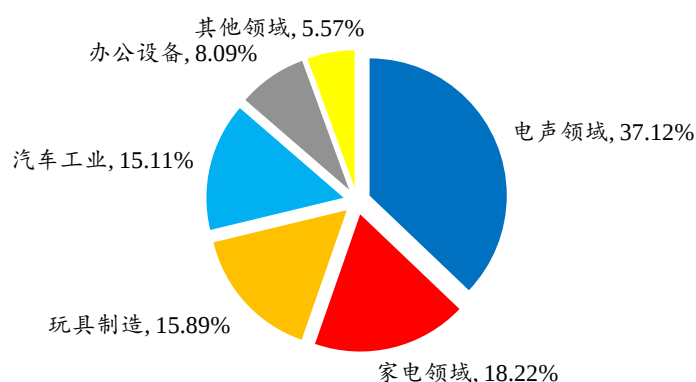
数据来源：中国机协粉末冶金协会、开源证券研究所

➤ 永磁材料行业

2020 年我国各类主要磁性材料产值达 800 亿元左右。磁性材料目前被广泛应用于消费电子、家用电器、汽车工业、风力发电和航空航天等工业领域，作为磁性材料行业的重要分支，永磁材料行业有着较大的市场潜力和发展空间。根据中国电子材料行业协会磁性材料分会《我国磁性材料及器件行业发展现状和趋势》，2020 年我国各类主要磁性材料产值与 2019 年相比增加超过 5%，达 800 亿元左右。2020 年我国永磁铁氧体产量已经超过全球产量的 78%，稀土钕铁硼永磁产量超过全球产量的 90%。

作为磁性材料行业的重要分支，永磁材料行业前景向好。永磁铁氧体市场应用占比分别为：电声领域(含消费电子)37.12%，家电领域 18.22%，玩具制造 15.89%，汽车工业 15.11%，办公设备 8.09%，其他领域 5.57%。

图20：永磁铁氧体市场应用中，家电领域和汽车工业分别占比 18%、15%



数据来源：《行业年鉴 2020》、开源证券研究所

4、估值对比：公司底价对应 2021 PE（发行后）为 16.85X，可比公司 2021 PE 均值为 26.12X

国内可比公司有东睦股份、海昌新材、精研科技等。国际粉末冶金市场行业集中度较高，欧洲和日本企业占据领先地位。其中英国 GKN 集团为世界上最大的烧结部件制造商和领先的金属粉末生产商，日本住友与日本日立分别排名第二和第三。国内粉末冶金行业内中小企业众多，但行业集中度高，国内领先的粉末冶金企业主要包括东睦股份、扬州保来得、江苏鹰球。

图21：公司与同行业可比公司在主要产品、产品类型、产品工艺及应用领域存在重合或相似之处

公司名称	主要产品	产品类型	产品工艺	终端应用领域
东睦股份 (600114.SH)	链轮、齿轮、油泵、行星齿轮和离合器器片、空调冰箱压缩机零件；手机SIM卡槽推杆、铰链；金属磁粉芯等	粉末冶金压制成形零件、金属注射成形零件、软磁复合材料	PM、MIM	消费电子、新能源及汽车领域
海昌新材 (300885.SZ)	齿轮、轴承、结构件、齿轮箱、链轮、转子、偏心凸轮、摆臂、新能源汽车油箱盖系统等	粉末冶金压制成形零件、金属注射成形零件	PM、MIM	电动工具、汽车、家电及办公设备领域
精研科技 (300709.SZ)	摄像头支架、连接器接口、装饰圈、转轴用MIM件等、手表结构件、耳机结构件等，汽车零部件等	金属注射成形零件	MIM	智能手机、可穿戴设备等消费电子领域及汽车领域
龙磁科技 (300835.SZ)	磁瓦产品、换向器及其他、外包加工产品、预烧料产品	永磁铁氧体材料	湿压法	汽车、家电、电动工具、光伏储能、新能源汽车充电桩、通讯消费电子等领域
聚能股份 (835698.NQ)	链轮、从动齿轮、轴承座、启动齿轮等	粉末冶金压制成形零件	PM	摩托车、汽车和电动工具配件领域
明阳科技 (837663.NQ)	轴套、衬套、垫片、导轨、滑板和关节轴承、传力杆、滑块、凸轮、偏心轮、底座、含油轴承、齿轮组件、驱动轮、铰链、操纵杆等	汽车座椅润滑轴承、调节传力杆、粉末冶金压制成形和金属注射成形	PM、机械加工、MIM	汽车座椅细分领域
九菱科技 (873305.NQ)	齿轮、齿圈、含油轴承、齿毂、滑块、制冷压缩机连杆、活塞、阀板及铁氧体磁瓦	粉末冶金压制成形零件、铁氧体永磁材料	PM、烧结磁	汽车起动机、制冷压缩机及洗衣机离合器等细分领域

资料来源：公司第一轮问询函回复、开源证券研究所

此次公开发行底价为 11.72 元/股，对应 2021 PE（发行后）为 16.85X，可比公司 2021 PE 均值为 26.12X。公司目前拥有 21 项专利，每年在下游乘用车、商用车领域约 681 万辆汽车中应用，在汽车起动机用粉末冶金细分领域市场占有率约为 25.67%。公司有望通过本次募投项目有效解决公司产能不足的问题，并顺应国家低碳战略与新能源车发展趋势，稳步切入新能源车稀土永磁材料领域，从和优化业务结构，提升综合竞争力，建议适当参与。

表5：公司底价对应 2021 PE（发行后）为 16.85X，可比公司 2021 PE 均值为 26.12X

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2021 PE	2021 年营收/亿元	2021 年归母净利润/万元	2021 年毛利率
海昌新材	300885.SZ	23.90	37.34	28.33	3.15	8437.58	38.99%
精研科技	300709.SZ	57.66	28.95	31.35	24.04	18389.97	26.85%
龙磁科技	300835.SZ	34.07	29.74	26.01	8.05	13101.09	35.35%
聚能股份	835698.NQ	7.89	35.48	28.00	1.08	2817.84	22.24%

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2021 PE	2021 年营收/亿元	2021 年归母净利润/万元	2021 年毛利率
明阳科技	837663.NQ	6.40	16.20	16.90	1.62	3785.23	43.92%
	均值	25.98	29.54	26.12			
	中值	23.90	29.74	28.00			
九菱科技	873305.NQ	4.07	15.36	13.06	1.56	3117.21	31.03%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5、风险提示

现有产品细分市场空间较小的风险、新股破发风险、业绩下滑风险

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn