



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

MIM 业务基本盘，协同布局非 MIM 技术 切合大客户需求有望迎高速增长

买入 (首次)

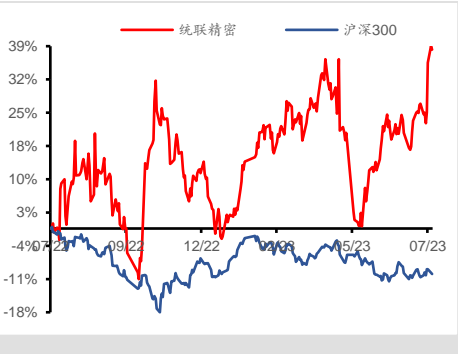
行业： 电子
日期： 2023年08月15日

分析师： 王珠琳
Tel: 021-53686405
E-mail: wangzhulin@shzq.com
SAC 编号: S0870523050001
联系人： 马永正
Tel: 021-53686147
E-mail: mayongzheng@shzq.com
SAC 编号: S0870121100023

基本数据

最新收盘价 (元) 21.92
12mth A 股价格区间 (元) 17.84-30.55
总股本 (百万股) 158.25
无限售 A 股/总股本 65.44%
流通市值 (亿元) 22.70

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

■ 投资摘要

MIM 下游领域多样性提升，有望带动 MIM 市场规模持续成长。MIM 工艺优势为产品理化性能出色、尺寸精度高、成本优势显著，适配折叠屏手机铰链、VR 眼镜铰链、形状复杂且微小的汽车零部件及医疗器械等新需求。我们认为多样化的下游领域有望成为 MIM 行业发展新动能。折叠屏手机铰链方面，据我们测算 2023 年全球折叠屏铰链 MIM 市场空间有望达 60 亿元 (同比+62%)；XR/新能源汽车/医疗器械行业中 MIM 渗透率也或将稳步提升。据机构预测，MIM 市场有望实现稳健增长，2022 年全球/中国 MIM 市场规模有望分别达到约 320 亿/95 亿。
多重优势夯实公司 MIM 基本盘。公司基本盘业务为平板电脑、PC、智能穿戴 MIM 零部件，在材料、客户、工艺等多重优势帮助下，公司成行业内高毛利率水平标的，基本盘业务有望稳健发展。材料方面，公司具备喂料自制、定制化能力，可以适应客户多样的产品需求。客户方面，公司坚持“服务大客户”战略，与苹果、亚马逊、大疆等公司建立长期合作关系；知名终端品牌商往往具有前瞻性，与其合作有望对公司整体技术实力及行业知名度形成正向反哺。工艺方面，公司持续优化制程步骤、设备利用率等参数，有效实现增效降本。

MIM 下游应用边界拓展贡献新增量，长沙募投项目落地推动公司突破产能瓶颈。目前公司形成规模销售的领域仅占国内 MIM 应用领域中的 20%，因此公司持续探索如汽车、智能手机等其他下游领域，在汽车换挡旋钮和折叠屏手机铰链业务中都已做布局。同时，长沙募投项目有望于 23H2 逐步实现落地，将为公司持续探索新领域提供产能支持。
紧跟客户需求协同布局激光切割、CNC、精密注塑等非 MIM 业务，打造新增长点。为满足客户多样化精密零部件的需求，公司发展非 MIM 业务对 MIM 业务形成补充。2022 年非 MIM 业务收入增速较快，同比 +109%，占整体营业收入约 32%。我们认为随着公司继续提升非 MIM 工艺规模化生产能力，2023 年该业务收入与毛利率均有望持续成长。

■ 投资建议

首次覆盖给予“买入”评级。受益于 MIM 下游领域多样化、非 MIM 业务技术快速突破和长沙募投项目的投产，公司 MIM 与非 MIM 业务有望持续成长，预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 1.37/2.13/3.03 亿元，对应 PE 分别为 22/14/10 倍。

■ 风险提示

苹果产业链依赖的风险、消费电子景气度不及预期、行业竞争加剧。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	509	755	1059	1459
年增长率	43.5%	48.5%	40.2%	37.8%
归母净利润	94	137	213	303
年增长率	98.9%	44.8%	55.6%	42.5%
每股收益 (元)	0.60	0.86	1.34	1.91
市盈率 (X)	31.26	21.59	13.88	9.74
市净率 (X)	2.43	2.26	1.95	1.62

资料来源：Wind，上海证券研究所 (2023 年 08 月 14 日收盘价)

目 录

1 快速切入苹果供应链，MIM&非 MIM 双轮驱动	4
1.1 2017 年 MIM 产品批量应用于苹果产品线，2022 年获评专精特新“小巨人”	4
1.2 业绩持续成长，期间费用率稳定	4
1.3 股权结构较为集中，股权激励彰显发展信心	5
1.4 MIM&非 MIM 双驱动发展，海外业务高速增长	6
2 MIM 特定领域优势突出，2022 年全球市场规模或达 320 亿	7
2.1 MIM 成本/产品性能等优势突出	7
2.2 MIM 产业链：材料&设备—制造—广泛下游应用	8
2.3 MIM 下游领域多元化发展，带来更大市场空间	8
2.4 统联精密/精研科技/富驰高科位列 MIM 行业第一梯队	11
3 MIM 或将渗透更多市场，非 MIM 业务有望高速增长	12
3.1 MIM 毛利率业内领先，材料/客户/工艺等优势突出	12
3.2 MIM 扩产&研发同步推进，逐步渗透手机、汽车市场	14
3.3 协同布局非 MIM 技术，业务增速显著	15
4 盈利预测与投资建议	16
5 风险提示	18

图

图 1：统联精密发展历史	4
图 2：2018-2022 年统联精密营业收入变动	4
图 3：2018-2022 年统联精密归母净利润变动	4
图 4：2018-2022 年统联精密期间费用率	5
图 5：2018-2022 年统联精密毛利率、归母净利率	5
图 6：统联精密股权结构	5
图 7：2018-2022 年统联精密营业收入结构（按业务，单位：亿元）	6
图 8：2018-2022 年统联精密营业收入结构（按地区，单位：亿元）	6
图 9：MIM 产品生产工艺流程	7
图 10：MIM 产业链图	8
图 11：全球折叠屏手机出货量	9
图 12：可穿戴设备、汽车、医疗器械领域 MIM 产品	10
图 13：全球 MIM 市场规模	11
图 14：中国 MIM 市场规模	11
图 15：中国 MIM 领域下游结构	14
图 16：统联精密 MIM 产品销量结构（万个）	14
图 17：统联精密非 MIM 业务收入与增速（亿元）	15
图 18：统联精密 MIM 与非 MIM 业务毛利率	15

表

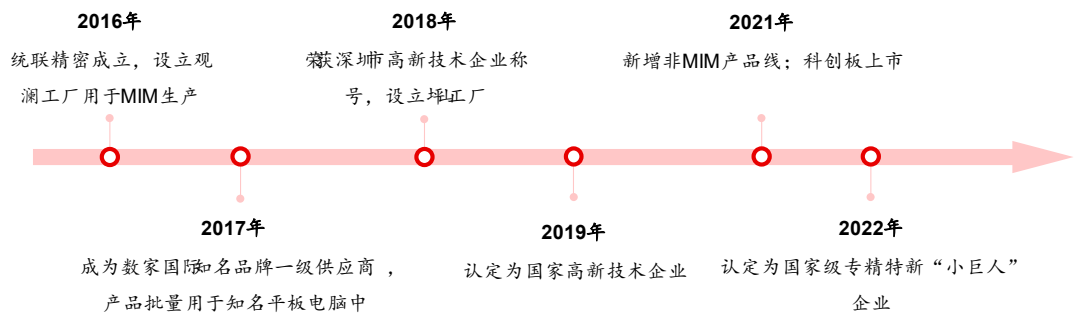
表 1: 统联精密 2022 年限制性股票激励计划授予情况	6
表 2: MIM 工艺优势.....	7
表 3: 全球折叠手机 MIM 市场空间测算	9
表 4: MIM 企业三个竞争梯队.....	11
表 5: 2021-2022 年 MIM 业务营业收入&毛利率对比	12
表 6: 统联精密自制喂料与采购喂料的性能对比	12
表 7: 统联精密终端客户列表.....	13
表 8: 公司分业务增速与毛利预测 (百万元人民币)	17

1 快速切入苹果供应链，MIM&非MIM 双轮驱动

1.1 2017年MIM产品批量应用于苹果产品线，2022年获评专精特新“小巨人”

公司2016年成立并快速切入苹果产业链。公司成立于2016年，自成立伊始便确立了以金属粉末注射成形（MIM）精密金属零部件的研发、生产和销售为主的发展规划，设立了观澜工厂用于MIM生产；2017年，公司实现MIM产品批量应用于苹果产品线。随后公司MIM业务快速发展，于2021年完成科创板上市，同时顺应客户的需求，新增了激光切割、CNC等非MIM业务。2022年，公司被认定为国家级专精特新“小巨人”企业。

图 1：统联精密发展历史

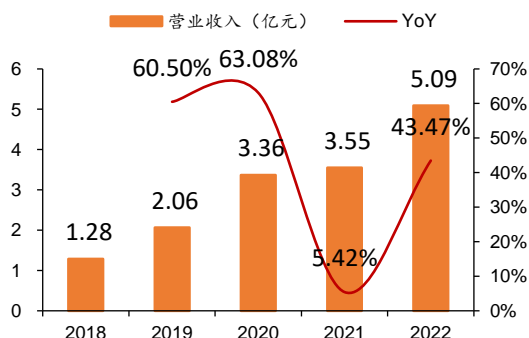


资料来源：公司官网，公司公告，招股说明书，上海证券研究所

1.2 业绩持续成长，期间费用率稳定

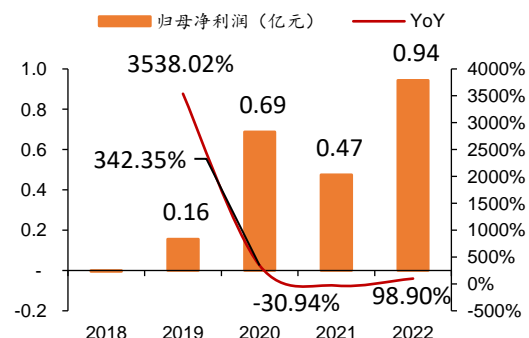
2022年营业收入&归母净利润回归成长轨道。2018-2022年公司营收持续增长。2021年营收增速放缓及归母净利润下滑的原因系全球缺芯危机波及公司大客户。受益于MIM业务稳健及新业务拓展，公司2022年营收与归母净利润恢复成长，营收实现5.09亿元，同比+43.47%，归母净利润实现0.94亿元，同比+98.90%。

图 2：2018-2022年统联精密营业收入变动



资料来源：Wind，上海证券研究所

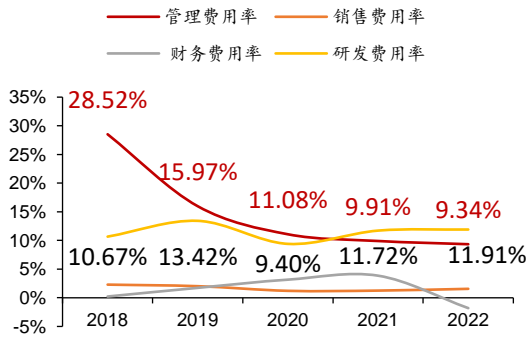
图 3：2018-2022年统联精密归母净利润变动



资料来源：Wind，上海证券研究所

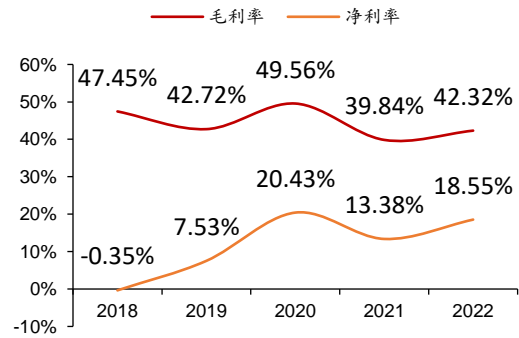
2022 年公司毛利率、归母净利率提升，期间费用率稳定。 2022 年公司盈利能力提升，毛利率为 42.32%，同比增长 2.48 pct，归母净利率为 18.55%，同比增长 5.17 pct。2020-2022 年公司期间费用率较为稳定且持续投入研发，2022 年期间费用率为 21.01%，其中研发费用率为 11.91%。

图 4：2018-2022 年统联精密期间费用率



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 5：2018-2022 年统联精密毛利率、归母净利率

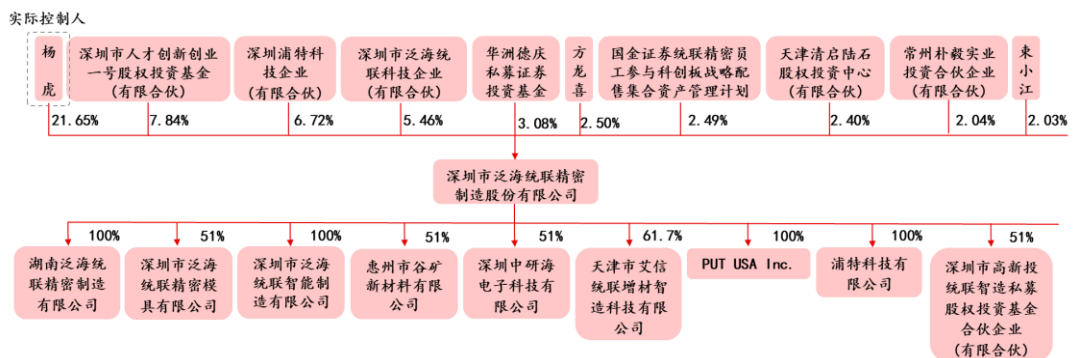


资料来源：Wind，上海证券研究所

1.3 股权结构较为集中，股权激励彰显发展信心

杨虎为实际控制人，合计持股 27.92%。截至 2023 年 5 月 5 日，杨虎直接持有公司 21.65% 的股份，同时间接持有公司 6.27% 的股份，合计持有公司 27.92% 的股份。

图 6：统联精密股权结构



资料来源：Wind，上海证券研究所；截至 2023 年 5 月 5 日

公司通过股权激励的方式实现核心骨干与公司利益的长期绑定，彰显发展信心。公司 2022 年限制性股票激励计划授予共计 588 万股限制性股票，其中首次授予数量约 482.44 万股，授予人数为 58 人，预留股份数量约 105.56 万股，预留授予 36 人，激励对象为董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术（业务）人员及其他激励对象。

表 1: 统联精密 2022 年限制性股票激励计划授予情况

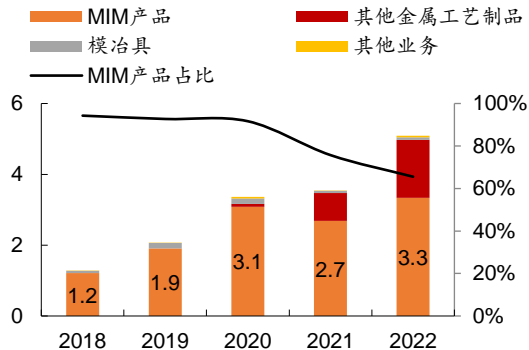
授予批次	授予日期	授予价格	授予数量	授予人数	授予后限制性股票剩余数量
首次授予	2022.6.8	7.88 元/股	482.4382 万股	58	105.5618 万股
预留授予	2022.10.28	7.88 元/股	105.5618 万股	36	0

资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

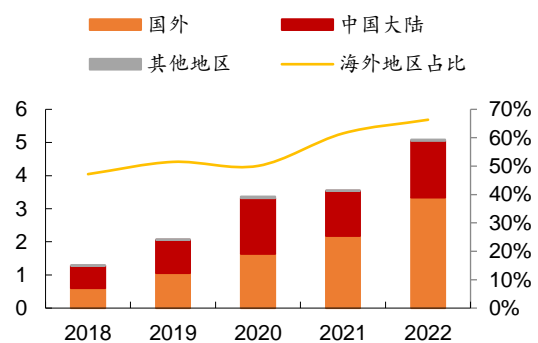
1.4 MIM&非 MIM 双驱动发展, 海外业务高速增长

公司形成了 MIM 和以 CNC、激光加工为代表的非 MIM 精密零部件业务的双驱动发展。2022 年公司 MIM 精密结构件业务实现营业收入为 3.33 亿元, 同比增长 24.18%, 占全年销售收入的 65.54%。MIM 业务占比近年来持续下降, 原因为新布局非 MIM 业务且该类业务增速较快, 2022 年非 MIM 精密零部件业务实现营业收入为 1.64 亿元, 同比增长 108.72%, 占全年销售收入的 32.29%。

公司海外业务高速发展。2022 年公司外销收入为 3.34 亿元, 同比增长 53.37%, 内销收入 1.71 亿元, 同比增长 25.55%。相较于内销业务, 外销业务盈利能力更强, 2022 年实现毛利率 45.96%, 同比增长 5.95 pct。

图 7: 2018-2022 年统联精密营业收入结构 (按业务, 单位: 亿元)


资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 8: 2018-2022 年统联精密营业收入结构 (按地区, 单位: 亿元)


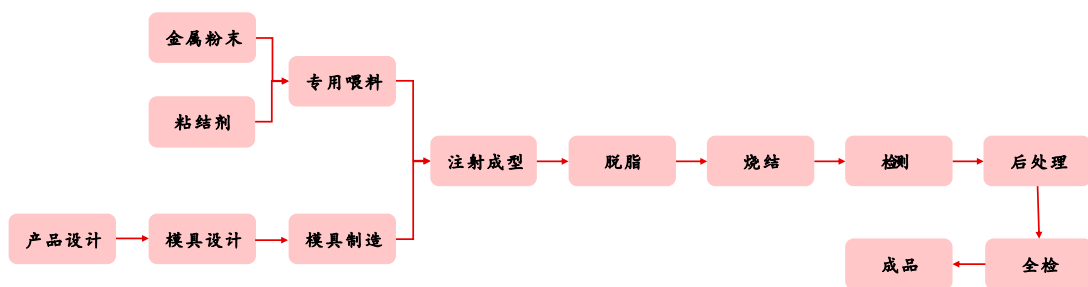
资料来源: Wind, 上海证券研究所

2 MIM 特定领域优势突出，2022 年全球市场规模或达 320 亿

2.1 MIM 成本/产品性能等优势突出

金属粉末注射成形（MIM）是一种将金属粉末与一定的粘结剂的增塑混合料注射于模型中的成形方法，是将现代塑料注射成形技术引入粉末冶金领域而形成的一门新型粉末冶金近净成形技术。MIM 基本过程是将金属粉末与粘结剂混合均匀，制成喂料，再通过模具进行注射成形形成生坯，将获得的生坯经过脱脂处理，再经过烧结将金属粉末致密化，最后形成成品。有些零件在脱脂和烧结过程中会出现不同程度的变形，需要进行一定的后处理才能够得到最终产品。

图 9：MIM 产品生产工艺流程



资料来源：统联精密招股说明书，上海证券研究所

对于大批量复杂产品而言，MIM 更具成本优势。相较于机械加工、传统粉末冶金、精密铸造等其他金属成形方式，MIM 工艺优势是多方面的，包括但不限于出色的理化性能、更高的尺寸精度、显著的批量成本优势。机械加工、精密铸造和传统粉末冶金的成本均随着零件复杂程度的上升而上升，但 MIM 工艺成本随着零件复杂程度上升而基本不变。

表 2：MIM 工艺优势

优势	具体表现
极高的设计自由度	直接成形复杂金属零件，三维形状自由设计
出色的理化性能	强度、硬度、延伸率等超过传统粉末冶金
更高的尺寸精度	一般精度要求的产品无需后加工
更多的材料选择	材料涵盖铁基、镍基、铜基、钛基金属或合金
精致的外观表现	表面粗糙度可达 1 μm
灵活的量产能力	产量可迅速提升，几百件到数十万件快速响应
极高的原料利用率	原料利用率近 100%
显著的批量成本优势	越复杂的零件采用 MIM 工艺越省钱，而机械加工、精密铸造、传统粉末冶金成本随零件复杂程度的提升而上升

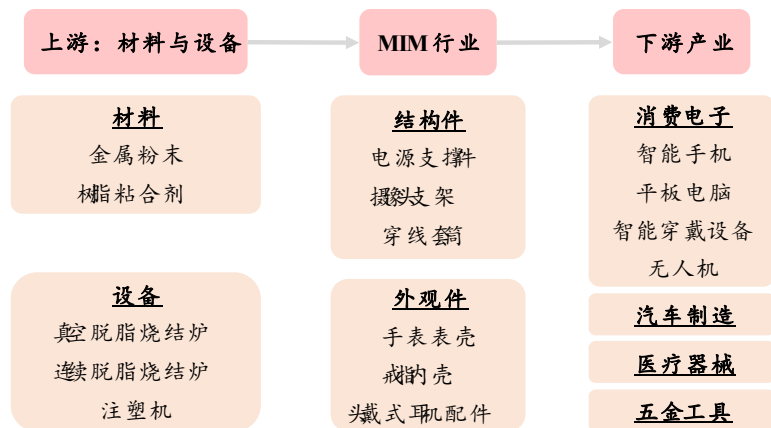
资料来源：统联精密招股说明书，上海证券研究所

2.2 MIM 产业链：材料&设备—制造—广泛下游应用

从金属粉末注射成形的产业链来看，上游主要包括产品原材料及 MIM 烧结设备。产品原材料包括金属粉末、粘结剂等。金属粉末及粘结剂需要经过混合生成喂料，才能作为 MIM 产品的直接原料。MIM 烧结设备包括注塑机、脱脂炉、烧结炉等，产品原材料需要通过这些热工装备完成关键工艺环节。

目前，在我国 MIM 下游行业主要为消费电子行业。据《粉末冶金工业》及《2020 年金属注射成形行业统计报告》数据可知，中国 MIM 的市场应用中手机/智能穿戴/电脑领域排名前三，其份额分别约为 56%/12%/8%。随着 MIM 技术的逐步成熟，下游应用领域逐步扩大，其技术工艺也逐步应用于汽车制造、医疗器械、五金工具等行业。

图 10: MIM 产业链图



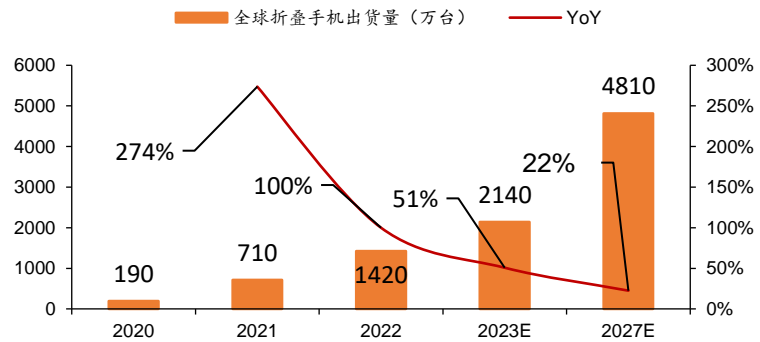
资料来源：集微网，统联精密招股说明书及 2022 年年报，恒普科技招股说明书，上海证券研究所

2.3 MIM 下游领域多元化发展，带来更大市场空间

MIM 新应用领域不断涌现。手机、智能穿戴、医疗及汽车等领域高速发展，带来了许多新的应用需求，同时随着材料应用多元化及工艺技术的提升，MIM 逐步成为了部分新兴应用需求的良好解决方案。

2022 年全球折叠屏手机销量逆势上涨。折叠屏技术的应用和普及为用户带来了差异化的应用、内容和操作体验。据 IDC 数据可知，2022 年全球智能手机销量承压，但全球折叠屏手机销量逆势上涨，实现出货量 1420 万台，同比增长 100%，IDC 预计 2023 年全球折叠屏手机销量有望突破 2100 万台。

图 11: 全球折叠屏手机出货量



资料来源: 集微网, C114 通信网, IDC, 上海证券研究所

MIM 工艺是折叠屏手机铰链成型的主要工艺。铰链是折叠手机较传统手机的新增组件，主要作用是辅助柔性屏对折，工艺制程复杂，需要配合屏幕折叠结构进行特定的设计与制造，当前 MIM 工艺因为能满足铰链对于复杂结构和加工精度的要求，成为了铰链的主要加工工艺。基于以下假设，我们可以测算得到全球折叠屏手机铰链 MIM 市场规模：

- **铰链成本：**据立鼎产业研究院数据可知，U 型铰链成本约 150-200 元，水滴铰链成本为 U 型铰链的 3-4 倍，我们假设 2020 年 U 型铰链/水滴铰链成本分别为 175/612.5 元，且随着铰链精密度提高、新材料逐步采用，铰链成本有望逐年提升。
- **各类铰链份额：**据立鼎产业研究院援引赛诺市场研究公众号数据可知，U 型铰链 2020 年市场份额约 60%，2021 年水滴型铰链加速渗透，份额提升至 65%，我们认为水滴型铰链在降低折痕方面效果更优，该比例未来有望持续提升。
- **MIM 成本占比：**据 36 氪对「兆鑫驰」创始人韩善东的采访中提及，MIM 工艺目前占到了铰链整体生产成本的 40%-60%，我们假设该比例为 50%。

综上所述，我们测算 2023 年全球折叠屏手机铰链 MIM 市场空间有望实现 60 亿元。折叠屏高端智能手机的放量或将成为推动 MIM 市场规模成长的稳健动力。

表 3: 全球折叠手机 MIM 市场空间测算

	2020	2021	2022	2023E
U 型铰链价格 (元)	175	180	190	200
U 型铰链市场份额	60%	35%	30%	28%
水滴铰链价格 (元)	612.5	630	665	700
水滴铰链市场份额	40%	65%	70%	72%
全球折叠手机出货量 (万台)	190	710	1420	2140
MIM 成本占比			50%	
全球折叠手机 MIM 市场空间 (亿元)	3.33	16.77	37.10	59.92

资料来源: 立鼎产业研究院, 赛诺市场研究公众号, 36 氪, 集微网, C114 通信网, IDC, 上海证券研究所测算

MIM 工艺可以成形 VR 眼镜铰链，XR 快速发展有望为 MIM 带来新机遇。IDC 预测到 2024 年，AR/VR 市场规模有望增至 728 亿元。目前 XR 产业仍处在行业发展初期，随着 2023 年 6 月苹果 WWDC 大会推出 Vision Pro 头显，市场热情有望被逐步点燃，我们认为未来 XR 有望成为 MIM 市场发展新动能。

MIM 工艺有利于汽车轻量化及减少环境污染。MIM 是一种无切削的金属零件成形工艺，可大量节省材料，降低生产成本，甚至减轻零件重量，符合汽车零部件“微型化、集成化、轻量化”的发展趋势。在汽车领域 MIM 常被应用于一些形状复杂、双金属零件及成组的微小型零件，如涡轮增压零件、调节环、喷油嘴零件等。我们认为，未来随着国内新能源汽车销售规模的上升，汽车用 MIM 零件产品市场有望随之增长。

MIM 工艺可以满足医疗器械对配件的小型、高复杂度、高力学性能等要求。近年来 MIM 工艺在医疗器械领域得到广泛应用，如手术刀柄、剪刀、镊子、牙科零件、骨科关节零件等。随着医疗器械领域的快速发展，MIM 产品在该领域的应用或将持续增长。

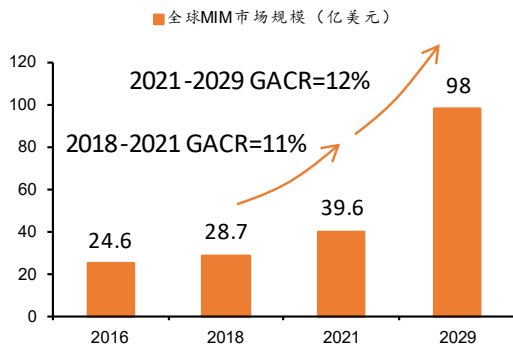
图 12：可穿戴设备、汽车、医疗器械领域 MIM 产品



资料来源：广东大宏新材料有限公司官网，《VR 眼镜用的转轴铰链》（专利持有人：东莞市索诚电子有限公司），艾邦智造，景点实业有限公司，上海证券研究所

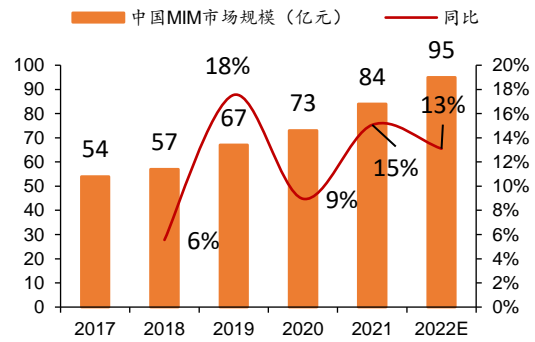
2022 年全球/中国 MIM 市场规模有望分别达到约 320 亿/95 亿。近年来，在多个下游领域的带动下，全球、中国 MIM 市场稳健增长。据 Data Bridge Market Research 数据显示，全球 MIM 市场规模在 2021 年达到 39.6 亿美元，有望于 2029 年实现 98 亿美元；按照 2021-2029 年复合增长率计算，2022 年全球 MIM 市场规模或将实现约 44 亿美元（约合 320 亿元）。同时，据中商产业研究院预测，2022 年中国 MIM 市场规模有望实现 95 亿元，占全球比例约 30%。

图 13: 全球 MIM 市场规模



资料来源: 统联精密招股说明书, Data Bridge Market Research, Maximize Market Research, 上海证券研究所

图 14: 中国 MIM 市场规模



资料来源: 中商产业研究院, 上海证券研究所

2.4 统联精密/精研科技/富驰高科位列 MIM 行业第一梯队

- **第一梯队:** 收入规模为 2 亿元以上; 根据其业务结构可进一步分为综合性企业和专注于 MIM 产品的企业, 前者主要包括富士康集团、晟铭电子 (中国台湾)、中南昶联 (中国香港) 等, 后者包括统联精密、精研科技、富驰高科 (被东睦股份收购) 等。统联精密经过多年对细分市场的耕耘, 已稳步立于 MIM 行业的第一梯队。
- **第二梯队:** 收入规模在 5000 万元以上 2 亿元以下; 第二梯队企业通常客户集中度较高, 具有一定的经营风险。
- **第三梯队:** 收入规模在 5000 万元以下; 企业通常整体技术研发能力较弱, 仅通过设备的购置和人员的铺设进行中小批量的 MIM 产品生产。

表 4: MIM 企业三个竞争梯队

类别	标准	企业数量
第一梯队	收入规模在 2 亿元以上, 具有较强的研发创新能力, 主要客户为国际品牌或国内知名品牌企业	不超过 10 家
第二梯队	收入规模在 5,000 万元至 2 亿元, 具备一定的技术研发能力, 主要为国内品牌企业配套生产 MIM 零部件产品	数量较少
第三梯队	收入规模在 5,000 万元以下, 企业的整体技术研发能力较弱, 仅通过设备的购置和人员的铺设进行中小批量 MIM 生产	数量众多

资料来源: 统联精密招股说明书, 上海证券研究所

3 MIM 或将渗透更多市场，非 MIM 业务有望高

速成长

3.1 MIM 毛利率业内领先，材料/客户/工艺等优势突出

公司通过工艺创新和优化实现 MIM 业务高毛利率。我们选取精研科技、东睦股份作为统联精密同行业可比上市公司。公司 2022 年 MIM 产品营业收入约 3.33 亿元，较同行业可比上市公司偏低。但是，公司通过简化工序、不断迭代工艺路线、更新定制化设备等方式实现了 MIM 业务高毛利率。公司 MIM 产品毛利率遥遥领先精研科技、东睦股份，2022 年统联精密、精研科技、东睦股份相关业务毛利率分别为 44.79%、23.35%、22.55%。

表 5：2021-2022 年 MIM 业务营业收入&毛利率对比

	统联精密	精研科技	东睦股份
产品	MIM 产品	MIM 零部件及组件	金属注射成形产品
2021 年营业收入 (万元)	26,845.40	188,673.74	117,698.51
2021 年毛利率	44.59%	30.22%	22.38%
2022 年营业收入 (万元)	33,337.30	169,343.49	115,426.93
2022 年毛利率	44.79%	23.35%	22.55%

资料来源：精研科技公告《中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）关于年报问询函的回复》，上海证券研究所

公司材料优势突出，具备喂料定制化能力。喂料是摺将一定金属粉末和粘结剂在一定的温度下按照一定比例进行均匀混合，以得到适合用于注射成形的粉末和粘结剂混合物。均匀喂料的制备是获取高精度粉末注射成形产品的关键。现阶段行业内企业的喂料以外部采购为主，定制化喂料制备往往成为其技术发展的短板。但是公司具有喂料定制化能力，目前已经在 316L、304L 以及 17-4PH 三款牌号的喂料上具备了自制的能力，且自制喂料整体性能与相关主流供应商提供的常规喂料相比，整体性能指标不存在显著差异。同时，公司还可以对回收料进行再加工，使其恢复良好的流变性能，实现接近 100%的利用率。

表 6：统联精密自制喂料与采购喂料的性能对比

	喂料牌号：316L		
性能指标	巴斯夫	深圳市建丹材料科技有限公司	统联精密
熔融指数 (g/10min)	300-1000	500-1200	500-1500
收缩率	1.163-1.171	1.163-1.171	1.163-1.171
生坯密度 (g/cm ³)	5.35-5.45	5.40-5.45	5.40-5.50
烧结密度 (g/cm ³)	≥7.80	7.75-7.82	7.78-7.88
成品硬度 (HV)	≥120	120-150	120-150

喂料牌号：17-4PH

性能指标	巴斯夫	天津百世康科技发展有限公司	统联精密
熔融指数 (g/10min)	400-1200	300-900	300-1200
收缩率	1.163-1.171	1.163-1.171	1.163-1.171
生坯密度 (g/cm ³)	5.25-5.30	5.25-5.30	5.25-5.36
烧结密度 (g/cm ³)	≥7.60	7.55-7.65	7.60-7.70
成品硬度 (HV)	≥320	280-350	280-350

喂料牌号: 304L			
性能指标	巴斯夫	潍坊中泰合金材料有限公司	统联精密
熔融指数 (g/10min)	/	300-1200	500-1500
收缩率	/	1.163-1.171	1.163-1.171
生坯密度 (g/cm ³)	/	5.30-5.40	5.38-5.45
烧结密度 (g/cm ³)	/	7.70-7.75	7.70-7.80
成品硬度 (HV)	/	120-150	120-150

资料来源: 统联精密招股说明书, 上海证券研究所

公司坚持“服务大客户”战略, 与苹果等重要客户建立长期稳定合作关系。根据公司 2023 年 3 月投资者关系活动记录表, 苹果目前是公司的主要客户, 业务占比超过 70%, 剩余前五大客户为亚马逊、大疆、安克创新、影石, 单一客户占比不超过 10%。公司与行业内知名 EMS 厂商如富士康、立讯精密、歌尔、捷普等同样建立了稳定的合作伙伴关系。终端品牌商具有一定前瞻性的产品设计和方案有望对公司的研发、管理、品控能力形成正向反哺, 公司的知名度获得提升, 为其他企业应用公司产品起到良好示范效应, 对公司业务拓展形成助力。

表 7: 统联精密终端客户列表

公司名称	公司相关主营业务	业务占比	统联精密供应链涉及产品
苹果 (Apple)	智能硬件业务 (iPhone、Mac、iPad、可穿戴设备、智能家居及配件) 和软件服务业务	超过 70%	便携式智能终端用 MIM 产品, 包括音量支撑、电源支撑、摄像头支架、电源接口件、SIM 卡拨杆、穿线套、插头等; 智能穿戴设备用 MIM 产品, 包括智能手表表壳、智能手表按键、智能戒指壳、头戴式耳机配件等; 航拍无人机用 MIM 产品, 包括遥控器转轴组件、遥控器按键、遥控器电池盖、摄像头配件、定位插销、云台配件、手机夹持配件等具有可靠强度的结构件及精美的外观件; 其他 MIM 产品, 包括电子烟外壳、USB 充电接口外壳、5G 基站用环形腔体、汽车换挡旋钮等
亚马逊 (Amazon)	电子商务		
大疆 (DJI)	无人机、手持影像系统		
安克创新 (Anker)	智能充电、无线音频、AIoT、智能家居、智能声学、智能安防	约 25%	
影石 (Insta 360)	全景相机、运动相机等智能影像设备		
吉利汽车 (Geely Auto)	乘用车及核心零部件的研发、生产和销售	未披露	

资料来源: 统联精密招股说明书, 澎湃新闻, iFind, 企查查, 大疆官网, 统联精密投资者关系活动记录表, 上海证券研究所

公司成功掌握了 MIM 各生产工序的核心技术, 并持续进行工艺优化与改良。MIM 核心技术包括精密模具设计与制造技术、自动化设备开发技术、生产工艺优化技术等。在精密模具设计与制造方面, 公司综合模具制造精度可达±0.003 mm。在自动化设备开发方面, 公司部分产品已实现全制程自动化, 并自研 CCD 等设备。

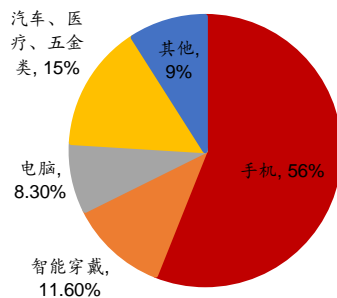
在生产工艺优化方面，为了实现制程步骤减少、设备利用率的提升等目标，公司对多样化生产制造工艺进行持续的创新及优化。

3.2 MIM 扩产&研发同步推进，逐步渗透手机、汽车市场

国内 MIM 的应用领域主要为手机、智能穿戴设备与电脑。国内 MIM 的应用领域，主要分布在消费电子领域，其中手机份额占比约为 56%；智能穿戴设备占比约为 11.6%，电脑相关应用占比为 8.3%，汽车，医疗及五金类产品占比约为 15%，其他类别大约 9%左右。

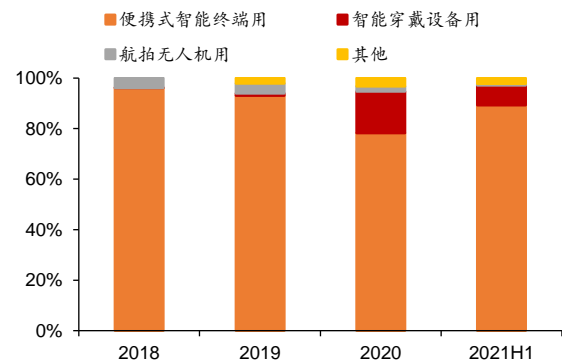
公司目前产品主要应用于消费电子中的电脑、智能穿戴等领域，仅占有国内 MIM 应用领域的 20%。公司目前的产品主要包括电源支撑料、音量支撑料、摄影支架、电源接口件、智能手表表壳、智能戒指壳、头戴式耳机配件等，上述多数产品应用于平板电脑、智能穿戴等领域。公司当前暂少涉及其他领域，但一直致力于拓展延伸自身能力边界。

图 15：中国 MIM 领域下游结构



资料来源：统联精密投资者关系活动记录表，上海证券研究所

图 16：统联精密 MIM 产品销量结构（万个）



资料来源：统联精密招股说明书，上海证券研究所

公司在汽车、手机领域做了相关的技术储备及业务布局。根据公司 2023 年 3 月投资者关系活动记录表，在汽车领域，公司已经通过应用在吉利汽车上的一款换挡旋钮取得了 TS16949 的生产资质认证。同时，根据公司 2023 年 7 月投资者关系活动记录表，公司在手机领域开发了新客户，参与国内某客户的折叠屏手机的铰链业务，该业务在 23Q2 已经开始放量。

23H2 公司长沙募投项目有望逐步实现落地，公司产能将得到较大补充。公司目前的主要产能分布在深圳、惠州，据招股说明书显示 2020 年度公司标准产能为 1.78 亿个标准件（体积为 10mm*20mm*5mm）；根据公司 2023 年 3 月投资者关系活动记录

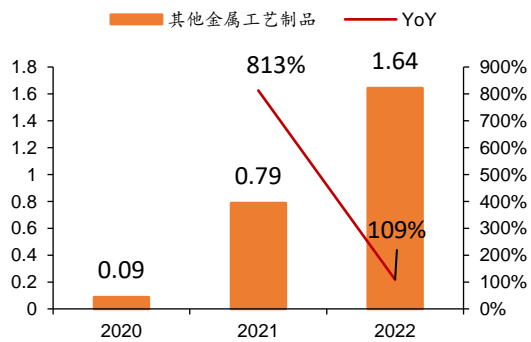
表，当前产能利用率大概在 85%左右。公司长沙 MIM 生产基地已经于 2022 年 11 月封顶，总计占地面积为 50 亩，建筑面积 70000 平方米左右，预计在 23H2 逐步实现落地。长沙生产基地的规划产能是现有产能的两倍，公司后续将根据客户需求情况逐步实现投产，扩大规模化生产效益。

3.3 协同布局非 MIM 技术，业务增速显著

为全方位满足客户需求，公司开展非 MIM 业务布局。公司在稳定发展 MIM 业务的基础上，顺应客户需求，持续充实产品线，当前公司主要的非 MIM 业务包括激光切割精密零部件、CNC 精密零部件以及精密注塑零部件，其中，激光切割和 CNC 精密零部件业务主要服务于苹果，应用在配件及便携式终端产品上，精密注塑零部件的客户是安克创新，主要应用在其 TWS 产品上。

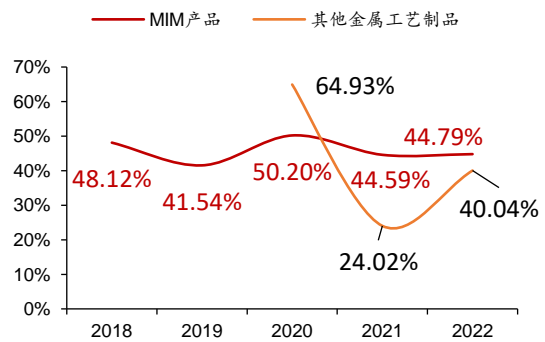
非 MIM 业务带来营收新增量，该业务毛利率有望持续提升。非 MIM 业务连续两年高增，2022 年实现营业收入 1.64 亿元，同比增长 109%，我们认为随着公司继续提升 CNC、激光切割、精密注塑等工艺规模化生产能力，该业务在 2023 年有望持续成长。同时，虽然当前较 MIM 加工工艺相比，其他精密金属加工工艺毛利率略微偏低，但是公司持续推进研发成果转化、工艺升级及自动化改造，非 MIM 业务毛利率水平有望逐步提升。

图 17：统联精密非 MIM 业务收入与增速（亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 18：统联精密 MIM 与非 MIM 业务毛利率



资料来源：Wind，上海证券研究所

4 盈利预测与投资建议

1) MIM 产品

MIM 产品为公司基本盘，主要下游领域为平板电脑、笔记本电脑、智能穿戴等，该类业务有望稳健成长。同时，公司持续推出新产品，加快在智能手机、汽车领域的布局，未来新产品有望贡献新增量。另外，长沙基地已于 2022 年 11 月封顶，公司产能有望逐步提升。因此，我们预计 MIM 产品 2023-2025 年收入增速分别为 29%、27%、29%，2023-2025 年毛利率分别为 42%、43%、43%。

2) 其他金属工艺制品

为全方位满足客户需求，公司开展其他金属工艺制品业务布局，当前该业务已经受到了客户认可，且公司持续在该领域投入研发，未来该业务有望高速增长。我们预计其他金属工艺制品 2023-2025 年收入增速分别为 90%、60%、48%，2023-2025 年毛利率分别为 38%、39%、40%。

3) 模治具

公司对外销售的模治具主要包含 MIM 用模具、塑胶模具以及治具等，具有高度定制化特点，公司具有较强的模具设计开发能力，附加价值高的定制化模治具销售规模有望不断扩大。我们预计模治具 2023-2025 年收入增速分别为 20%、20%、20%，2023-2025 年毛利率分别为 15%、20%、22%。

4) 其他业务

公司其他业务收入主要为销售废料、原材料等形成的收入，随着公司产能规模扩大，我们预计其他业务 2023-2025 年收入增速分别为 10%、5%、5%，2023-2025 年毛利率分别为 20%、20%、20%。

5) 营收与毛利率总体预测

我们预计 2023-2025 年公司的营业收入将分别达到 7.55/10.59/14.59 亿元，同比增长 48.49%/40.18%/37.81%。我们综合预计 2023-2025 年公司的毛利率将分别达到 39.82%/40.80%/41.42%。

表 8：公司分业务增速与毛利预测（百万元人民币）

分业务收入测算	2022A	2023E	2024E	2025E
模治具	7.16	8.60	10.32	12.38
MIM 产品	333.37	430.38	544.67	703.08
其他金属工艺制品	164.22	312.03	499.24	738.88
其他业务	3.88	4.27	4.48	4.71
合计	508.64	755.27	1,058.71	1,459.04
分业务成本测算	2022A	2023E	2024E	2025E
模治具	6.26	7.31	8.25	9.66
MIM 产品	184.04	250.94	311.74	397.59
其他金属工艺制品	98.47	192.85	303.21	443.70
其他业务	4.63	3.42	3.59	3.77
合计	293.40	454.51	626.80	854.71
分业务增速	2022A	2023E	2024E	2025E
模治具	6.55%	20.00%	20.00%	20.00%
MIM 产品	24.18%	29.10%	26.56%	29.08%
其他金属工艺制品	108.72%	90.00%	60.00%	48.00%
其他业务	474.11%	10.00%	5.00%	5.00%
合计	43.47%	48.49%	40.18%	37.81%
分业务毛利率	2022A	2023E	2024E	2025E
模治具	12.63%	15.00%	20.00%	22.00%
MIM 产品	44.79%	41.69%	42.76%	43.45%
其他金属工艺制品	40.04%	38.19%	39.26%	39.95%
其他业务	-19.27%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	42.32%	39.82%	40.80%	41.42%

资料来源：Wind，上海证券研究所

投资建议

首次覆盖给予“买入”评级。受益于 MIM 下游领域多样化、非 MIM 业务技术快速突破和长沙募投项目的投产，公司 MIM 与非 MIM 业务有望持续成长，预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 1.37/2.13/3.03 亿元，对应 PE 分别为 22/14/10 倍。

5 风险提示

1) 苹果产业链依赖的风险

公司对苹果产业链的收入依赖程度较高，如果未来公司不能及时跟进苹果公司的产品设计及开发需求，则公司与苹果公司之间的商业合作可能会受到不利影响，进而影响公司业绩。

2) 消费电子景气度不及预期

当前公司产品主要应用于消费电子领域，如果未来消费电子景气度不及预期，则可能会对公司的经营业绩造成一定的影响。

3) 行业竞争加剧

如果行业竞争加剧，则可能对公司市场份额及产品平均价格造成不利影响，或将影响公司的持续盈利能力。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	371	440	586	843
应收票据及应收账款	186	266	385	500
存货	131	193	271	357
其他流动资产	378	398	401	420
流动资产合计	1066	1298	1643	2120
长期股权投资	51	51	51	51
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	230	229	210	178
在建工程	142	99	69	49
无形资产	27	27	27	27
其他非流动资产	158	156	154	152
非流动资产合计	607	561	511	457
资产总计	1673	1859	2154	2576
短期借款	145	145	145	145
应付票据及应付账款	118	187	249	341
合同负债	2	1	2	3
其他流动负债	55	83	102	129
流动负债合计	319	417	499	618
长期借款	41	41	41	41
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	96	96	96	96
非流动负债合计	137	137	137	137
负债合计	456	554	636	755
股本	112	155	155	155
资本公积	922	850	850	850
留存收益	179	296	509	812
归属母公司股东权益	1214	1302	1515	1818
少数股东权益	3	3	3	4
股东权益合计	1217	1305	1518	1822
负债和股东权益合计	1673	1859	2154	2576
现金流量表 (单位: 百万元)				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	130	117	140	240
净利润	96	137	213	304
折旧摊销	68	46	51	54
营运资金变动	-51	-65	-118	-100
其他	18	0	-6	-18
投资活动现金流量	-650	17	22	34
资本支出	-256	6	7	10
投资变动	-395	0	0	0
其他	1	11	15	24
筹资活动现金流量	-8	-74	-17	-17
债权融资	78	0	0	0
股权融资	0	-28	0	0
其他	-86	-46	-17	-17
现金净流量	-518	59	146	257

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	509	755	1059	1459
营业成本	293	455	627	855
营业税金及附加	2	3	4	6
销售费用	8	11	14	18
管理费用	48	72	100	136
研发费用	61	86	116	165
财务费用	-9	5	3	-1
资产减值损失	-14	0	0	0
投资收益	14	11	15	24
公允价值变动损益	1	0	0	0
营业利润	106	144	222	320
营业外收支净额	7	6	7	10
利润总额	114	150	229	330
所得税	18	13	16	27
净利润	96	137	213	304
少数股东损益	1	0	0	1
归属母公司股东净利润	94	137	213	303
主要指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	42.3%	39.8%	40.8%	41.4%
净利率	18.6%	18.1%	20.1%	20.8%
净资产收益率	7.8%	10.5%	14.0%	16.7%
资产回报率	5.6%	7.3%	9.9%	11.8%
投资回报率	4.6%	8.0%	10.9%	13.0%
成长能力指标				
营业收入增长率	43.5%	48.5%	40.2%	37.8%
EBIT 增长率	41.7%	68.1%	51.8%	40.8%
归母净利润增长率	98.9%	44.8%	55.6%	42.5%
每股指标 (元)				
每股收益	0.60	0.86	1.34	1.91
每股净资产	7.67	8.23	9.57	11.49
每股经营现金流	0.82	0.74	0.88	1.52
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.30	0.41	0.49	0.57
应收账款周转率	2.75	2.84	2.76	2.93
存货周转率	2.24	2.35	2.31	2.39
偿债能力指标				
资产负债率	27.3%	29.8%	29.5%	29.3%
流动比率	3.34	3.11	3.29	3.43
速动比率	2.88	2.60	2.71	2.82
估值指标				
P/E	31.26	21.59	13.88	9.74
P/B	2.43	2.26	1.95	1.62
EV/EBITDA	15.79	15.11	10.12	6.81

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数 ±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

像本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。