

东睦股份 (600114)

证券研究报告
2024年05月20日

三大业务协同共进，MIM 铰链乘风折叠屏放量周期

国内粉末冶金龙头，三大业务协同共进

公司是中国粉末冶金新材料行业龙头，通过内生+外延并举持续拓展业务版图，目前形成 P&S（粉末冶金压制成形）+MIM（金属注射成形）+SMC（软磁复合材料）为一体的多元化粉末冶金平台型企业，三大主营业务协同共进，平台型优势持续凸显。

MIM 铰链受益量增&龙头供应商逻辑，远致星火入股赋能远期成长

2023 年全球及中国折叠屏手机出货量强劲增长，国内出货量连续 4 年同比增速超过 100%，技术进步+价格下移+消费电子周期筑底反转趋势驱动折叠屏手机进入放量周期。据我们测算，2023 年全球折叠屏手机铰链市场空间达 36.4 亿元，MIM 件市场空间达 10.9 亿元，至 2027 年，全球折叠屏手机铰链市场空间有望达 257.8 亿元，MIM 件市场空间达 77.3 亿元，23-27 年 4 年 CAGR 为 63.2%。公司跻身行业第一梯队，进入华为供应链体系，有望充分受益折叠屏手机放量&龙头供应商逻辑。此外，公司子公司上海富驰已完成远致星火增资入股，其最终实控人为深圳市国资委，我们认为本次增资有利于实现资源优势互补，赋能上海富驰远期发展，有望进一步提升公司 MIM 产品竞争力。

SMC 产能迅速扩张，产业链一体化优势显现

SMC 综合性能优异，成为高频高功率密度下的优秀选择，站稳光储新能源高景气赛道。自 2021 年以来，公司确立 SMC 板块优先发展地位，积极扩展产能（远期规划 10.6 万吨），SMC 板块发展驶入快车道，山西基地 6 万吨项目一期工程已建成并投入试生产。同时，2022 年公司收购德清鑫晨，产业链向上延伸至粉末端保障原料供给，盈利能力有望进一步提升。产品端，公司产品覆盖光储新能源等多元化应用场景，同时顺应高算力发展趋势，芯片电感及服务器用磁性材料逐步起量，2023 年营收达 0.69 亿元，成长空间广阔。

P&S 龙头地位稳固，积极拓展电机等应用新场景

公司深耕 P&S 多年，市场份额稳居国内第一，品牌效应助力汽车行业粉末冶金制品的进口替代和全球市场拓展，同时受益家电以旧换新。2022 年以来，公司累计收购小象电动 22% 股权，使用粉末冶金工艺为其提供软磁零件，我们认为公司具备 P&S+SMC 的独特技术平台优势，对小象电动的收购有助于公司加强对电机及非车用粉末冶金应用的技术研究，并拓展 SMC 在轴向磁通电机等高端制造领域的应用场景，有望为公司贡献业绩增量。

盈利预测与投资建议：作为国内粉末冶金新材料行业龙头，公司三大主业亮点纷呈，MIM 铰链有望充分受益折叠屏手机放量&龙头供应商逻辑。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.58/4.50/5.46 亿元，参考行业平均 PE，给予公司 2024 年 PE 28x，对应目标股价 16.3 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：市场需求不及预期风险；原料价格大幅波动风险；生产技术风险；项目建设不及预期风险；汇率风险；测算具有主观性；交易异动风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,726.34	3,861.08	4,859.61	5,825.50	6,848.98
增长率(%)	3.76	3.62	25.86	19.88	17.57
EBITDA(百万元)	845.54	936.34	896.65	1,021.03	1,149.80
归属母公司净利润(百万元)	155.74	197.92	358.04	450.38	545.55
增长率(%)	503.17	27.08	80.91	25.79	21.13
EPS(元/股)	0.25	0.32	0.58	0.73	0.89
市盈率(P/E)	58.46	46.00	25.43	20.21	16.69
市净率(P/B)	3.62	3.60	3.32	3.02	2.73
市销率(P/S)	2.44	2.36	1.87	1.56	1.33
EV/EBITDA	9.10	12.81	13.15	10.99	9.80

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/通用设备
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	14.77 元
目标价格	16.3 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	616.38
流通 A 股股本(百万股)	616.38
A 股总市值(百万元)	9,103.98
流通 A 股市值(百万元)	9,103.98
每股净资产(元)	4.23
资产负债率(%)	56.22
一年内最高/最低(元)	16.13/7.07

作者

刘奕町	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050001	
liuyiting@tfzq.com	
朱晔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001	
zhuye@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《东睦股份-半年报点评:需求回暖业绩大涨，行业龙头前景广阔》
2017-08-25

内容目录

1. 东睦股份：国内粉末冶金龙头，三大业务协同共进	5
1.1. 发展历程：立足粉末冶金，持续拓展业务版图	5
1.2. 股权结构：外资为第一大股东，子公司板块分工明确	6
1.3. 财务分析：业绩重回高增长态势，费用率逐步改善	6
2. MIM：跻身国内第一梯队，受益折叠屏手机放量周期	8
2.1. MIM 工艺综合优势突出，下游应用多点开花	8
2.2. 乘风折叠屏手机放量，MIM 铰链需求持续高增	10
2.2.1. MIM 工艺优势匹配折叠屏铰链制造需求	10
2.2.2. 折叠屏手机进入放量周期，国内市场华为遥遥领先	11
2.2.3. 折叠屏手机铰链及 MIM 件市场空间测算	12
2.3. 公司亮点：跻身行业第一梯队，进入华为供应链体系	13
3. SMC：享光伏+新能源汽车高增速，公司发展驶入快车道	16
3.1. SMC 综合性能优异，应用场景丰富	16
3.2. 下游赛道持续景气，SMC 需求向好	17
3.3. 公司亮点：产能迅速扩张，产业链一体化优势显现	18
4. P&S：龙头地位稳固，积极拓展电机等应用新场景	21
4.1. 受益单车用量提升+家电以旧换新，P&S 需求空间广阔	21
4.2. 公司亮点：国内粉末冶金龙头，深度挖掘电机等应用新场景	24
5. 盈利预测与投资建议	28
5.1. 盈利预测明细	28
5.2. 投资建议	28
6. 风险提示	29

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司三大主营业务	5
图 3：公司营收结构与毛利结构变化情况	5
图 4：公司股权结构（截至 2024Q1）	6
图 5：公司营收逐年攀升	7
图 6：公司归母净利润重回高增长态势	7
图 7：公司各业务毛利率情况	7
图 8：公司期间费用率逐步改善	7
图 9：MIM 工艺流程图	8
图 10：MIM 工艺特点	8
图 11：MIM 工艺综合优势突出	8
图 12：全球 MIM 市场规模稳步增长	9

图 13: 中国 MIM 市场规模持续快速增长	9
图 14: 中国 MIM 行业用粉总量稳步上升	9
图 15: 中国 MIM 材料以不锈钢为主 (2020)	9
图 16: 中国 MIM 下游应用以消费电子为主 (2020)	10
图 17: MIM 在消费电子中应用广泛	10
图 18: 华为 Mate X5 折叠机身及水滴铰链示意图	10
图 19: 23Q1-3 全球折叠屏手机出货量逐季改善	11
图 20: 23 年中国折叠屏手机季度出货量逐季改善	11
图 21: 2023 华为稳居中国折叠屏手机市场份额第一	11
图 22: 中国折叠屏手机整体价格持续下探	11
图 23: 预计 2027 年全球折叠屏手机出货量有望超 1 亿部	12
图 24: 公司成功跻身 MIM 行业第一梯队	13
图 25: 公司 MIM 板块营收及占比有所下降	14
图 26: 公司 MIM 产品产销量有所下降	14
图 27: 公司客户资源优质	14
图 28: 引入远致星火后上海富驰股权结构图 (截至 2024Q1)	15
图 29: 软磁材料分类	16
图 30: 国内及全球光伏新增装机量逐年上升	17
图 31: 光伏逆变器出口金额保持高增速	17
图 32: 全球新能源汽车销量自 2021 年增量显著	17
图 33: 国内新能源汽车销量自 2021 年增量显著	17
图 34: 公司 SMC 板块营收及占比稳步上升	18
图 35: 公司 SMC 板块产销量稳步上升	18
图 36: 2020 年公司全球市占率约为 10%	19
图 37: 2022 年公司全球市占率提升至 15%	19
图 38: 德清鑫晨合金软磁粉产能扩张规划	20
图 39: 公司 SMC 板块毛利率仍有较大上升空间	20
图 40: 公司生产的部分芯片电感	20
图 41: 中国粉末冶金市场规模稳步上升	21
图 42: 中国粉末冶金终端应用以汽车为主 (2022)	21
图 43: 粉末冶金零部件在汽车中的应用 (部分)	21
图 44: 2023 年中国汽车产量自 7 月回暖	22
图 45: 2023 年中国汽车销量自 7 月回暖	22
图 46: 2024 年以来中国汽车出口保持快速增长	22
图 47: 中国单车粉末冶金零件用量较低 (2019)	23
图 48: 中国汽车行业粉末冶金总需求量预计不断增加 (万吨)	23
图 49: 2024Q1 中国空调产量增速提升	23
图 50: 2024Q1 中国电冰箱产量保持增长	23
图 51: 2024 年 2 月以来中国家电出口持续增长	24
图 52: 公司 P&S 板块营收及占比相对稳定	25
图 53: 公司 P&S 板块产销量相对稳定	25

图 54: 公司国内粉末冶金市占率处于领先地位 (2022)	25
图 55: 公司海外业务毛利率明显高于国内	25
图 56: 轴向磁通单机集成一体化设计实物图	26
图 57: 轴向伺服电机驱动器集成实物图	26
图 58: 轴向磁通电机结构图	26
图 59: 公司具有 P&S+SMC 独特技术平台优势	27
图 60: 公司主营业务预测	28
表 1: 全球折叠屏手机铰链及 MIM 件市场空间测算	13
表 2: 软磁材料性能特点及具体应用	16
表 3: 公司 SMC 板块产能规划情况 (截至 2024Q1)	19
表 4: 可比公司估值比较 (数据截至 2024 年 5 月 17 日收盘)	29

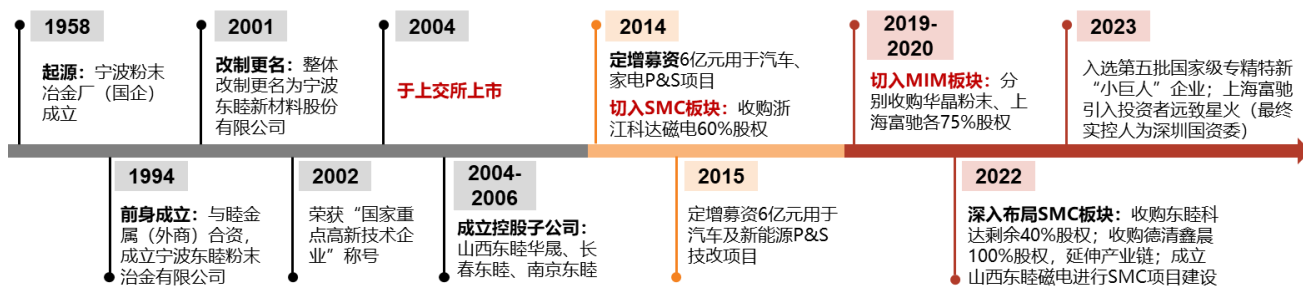
1. 东睦股份：国内粉末冶金龙头，三大业务协同共进

东睦股份是中国粉末冶金新材料行业龙头，形成 P&S（粉末冶金压制成形）+MIM（金属注射成形）+SMC（软磁复合材料）为一体的多元化粉末冶金平台型企业，产品广泛应用于新能源、5G 通信、智能手机、可穿戴设备、医疗器械、汽车、高效节能家电等领域。

1.1. 发展历程：立足粉末冶金，持续拓展业务版图

深耕粉末冶金行业，内生+外延并举持续拓展业务版图。东睦股份成立于 2001 年，前身为 1994 年成立的中外合资宁波东睦粉末冶金有限公司，起源于国企宁波粉末冶金厂；2004 年，公司于上交所上市，之后持续深耕粉末冶金领域；2014 年，公司通过收购浙江东睦科达切入 SMC 板块；2019-2020 年，公司先后收购华晶粉末、上海富驰各 75% 股权切入 MIM 板块，迅速进入 MIM 第一梯队；2022 年，公司通过收购与新设子公司深入布局 SMC 板块；2022 年以来，通过联营公司宁波东睦广泰收购深圳小象电动公司 22% 股权，探索 P&S 在电机、电控等方向应用。目前，公司形成“1+1+1”的三大主营业务模式，业务板块涵盖 P&S、MIM 与 SMC，其中 P&S 板块稳居国内龙头地位，MIM 与 SMC 板块均处于国内第一梯队，三大主营业务协同共进，公司平台型优势持续凸显。

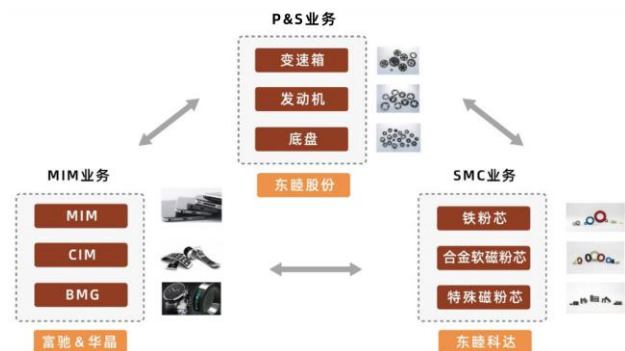
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

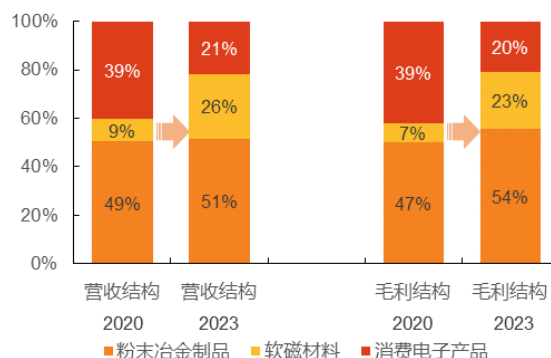
P&S 业务贡献主要营收与利润，SMC 业务高速增长，MIM 业务潜力可期。2023 年，公司 P&S/SMC/MIM 板块营收占比分别为 51%/26%/21%，毛利占比分别为 54%/23%/20%，从历史结构变化情况来看：P&S 业务仍贡献主要营收与利润；得益于公司深入布局 SMC 板块与光储等新能源下游持续扩容，SMC 业务发展步入“快车道”，2020-2023 营收占比与毛利占比分别增长 17pcts/16pcts；受 3C 领域景气度下滑拖累，MIM 业务阶段性承压，2020-2023 营收占比及毛利占比有所下降，我们认为伴随消费电子周期逐步完成筑底，折叠屏用铰链产品将受益折叠屏渗透率上行周期，公司 MIM 业务有望恢复增长动能。

图 2：公司三大主营业务



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 3：公司营收结构与毛利结构变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 股权结构：外资为第一大股东，子公司板块分工明确

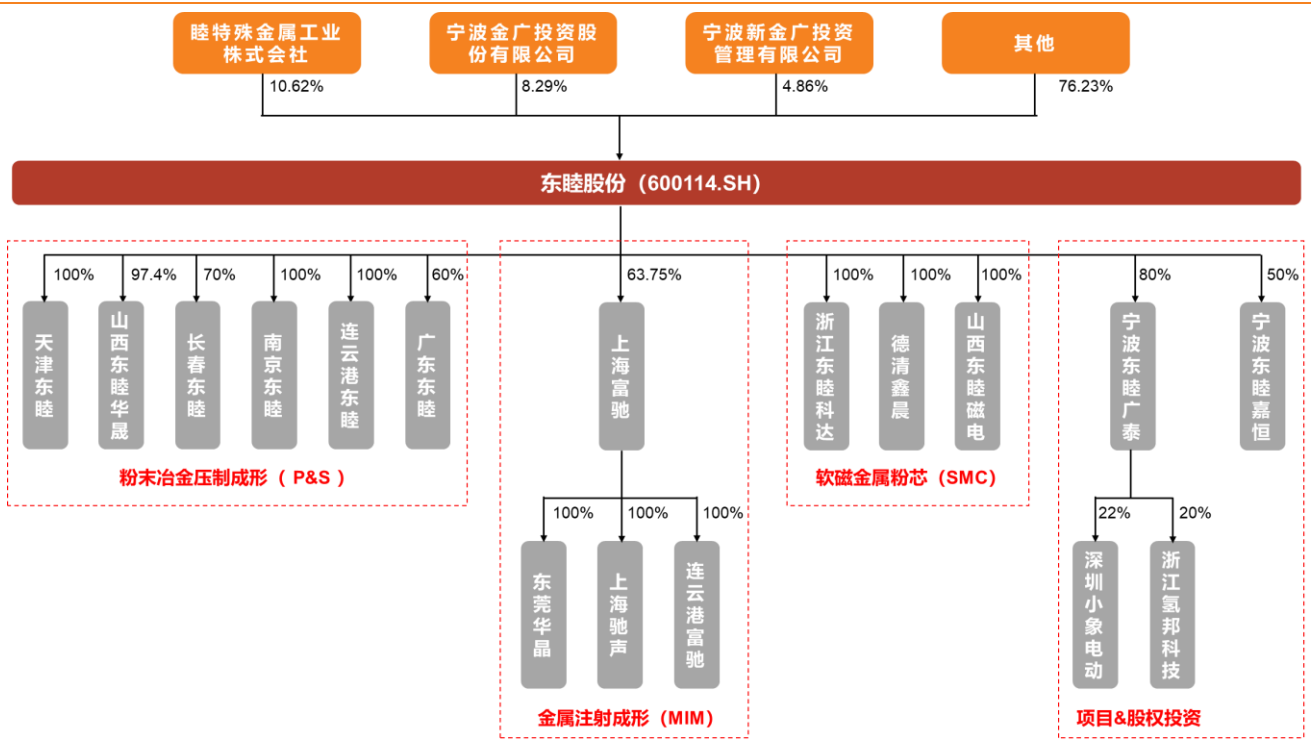
截至 2023 年末，公司前三大股东合计持股 23.77%，其中睦金属持股 10.62%，为公司第一大股东。子公司方面，公司目前主要全资及控股子公司共 10 家，**板块分工明确，实现多基地运作和三大工艺在产业平台上的融合，具有产业规模及协同优势。**

P&S 板块：以宁波总部为高端产品生产中心，将 P&S 行业各控股子公司建成生产中心、服务中心。

MIM 板块：以上海富驰为研发、营销及生产制造示范中心；以东莞华晶为华南 MIM 产业基地；利用连云港区位优势，构建低成本、大型现代化的连云港生产基地。

SMC 板块：以东睦科达和山西磁电为研发、营销中心和主要产品生产基地；原料端致力于提升德清鑫晨软磁合金粉的研发能力和工艺水平，提升原料自给率。

图 4：公司股权结构（截至 2024Q1）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

1.3. 财务分析：业绩重回高增长态势，费用率逐步改善

营收逐年攀升，业绩触底反弹重回高增长态势，24 年一季报业绩表现亮眼。

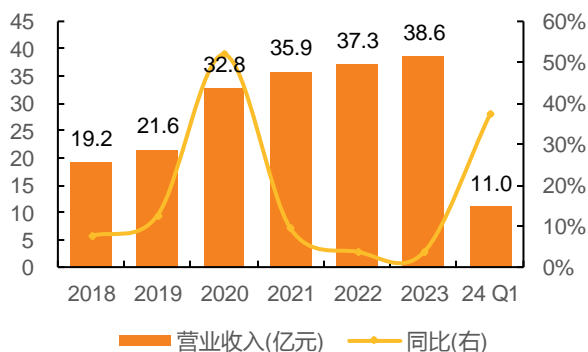
营收方面，2018 年以来，公司营收逐年攀升，2018-2023 年，公司营收从 19.2 亿元增长至 38.6 亿元，5 年 CAGR 为 15%，2023 年 P&S 和 SMC 业务营收创历史新高，MIM 业务下半年受消费电子回暖&大客户折叠机上量影响，营收企稳回升并逐季改善。

利润方面，2018 年以来公司归母净利润波动较大，2020-2021 年受收购成本增加、宏观经济波动、MIM 板块销售不及预期和大额计提商誉减值损失等因素拖累，归母净利润大幅回撤；2022 年以来，公司业绩触底反弹，2022 年公司实现归母净利润 1.6 亿元，同比增长 472.7%，主要系公司紧抓新能源发展机遇，SMC 业务逐步放量。2023 年公司实现归母净利润 2 亿元，同比增长 27.1%，延续高增长态势。

2024 年一季度，公司实现营收 11 亿元，同比增长 37.4%，其中 P&S、MIM 业务营收分别

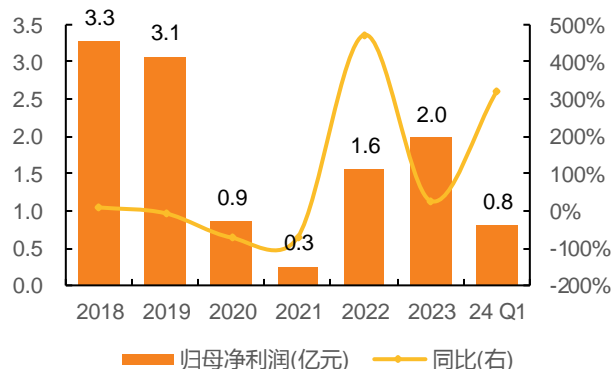
同比增长 31.1%、171.7%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比增长 320.8%。伴随消费电子周期逐步完成筑底反转，公司 MIM 业务紧随大客户新产品上市节奏，零件生产线稼动率提升，折叠机模组线初步验证成功，已开始贡献收入。我们认为公司 MIM 业务有望持续受益折叠屏渗透率上行周期，助力公司业绩保持高增长。

图 5：公司营收逐年攀升



资料来源：Wind，天风证券研究所

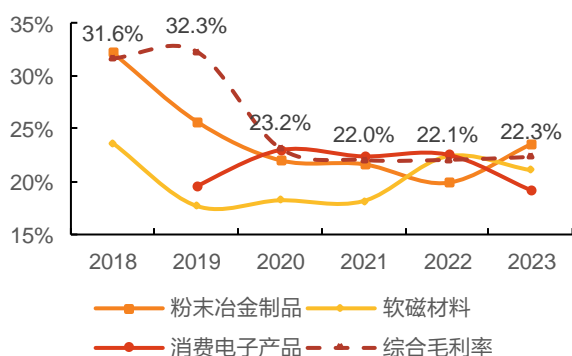
图 6：公司归母净利润重回高增长态势



资料来源：Wind，天风证券研究所

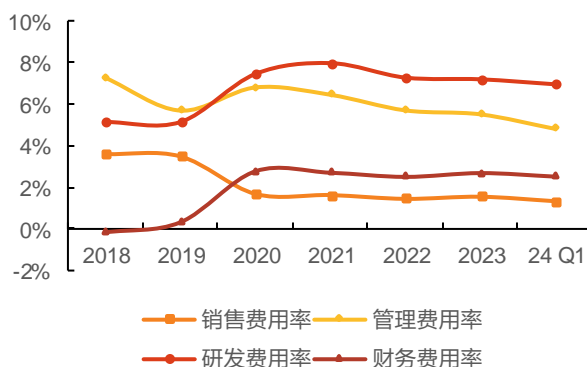
MIM 业务毛利率阶段性承压，费用控制能力不断增强。2023 年公司 P&S/SMC/MIM 板块毛利率分别为 23.5%/21.1%/19.2%，分别同比+3.6pcts/-1.3pcts/-3.4pcts，P&S 业务盈利能力回升，SMC 业务毛利率小幅下滑，MIM 业务毛利率下滑明显，主要受下游 3C 领域景气度下滑拖累，但 Q2 收入环比 Q1 增长 71.1%，季度改善明显，下半年下游消费电子市场需求进一步回暖，MIM 业务盈利能力持续改善。费用率方面，自 2021 年以来，公司费用控制不断增强，费用率逐步改善，2024 年一季度期间费用率为 15.6%，同比-4pcts，较 2023 年进一步改善。此外，公司重视研发创新，2020-2023 年研发费用率中枢维持在 7.5%左右。

图 7：公司各业务毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司期间费用率逐步改善



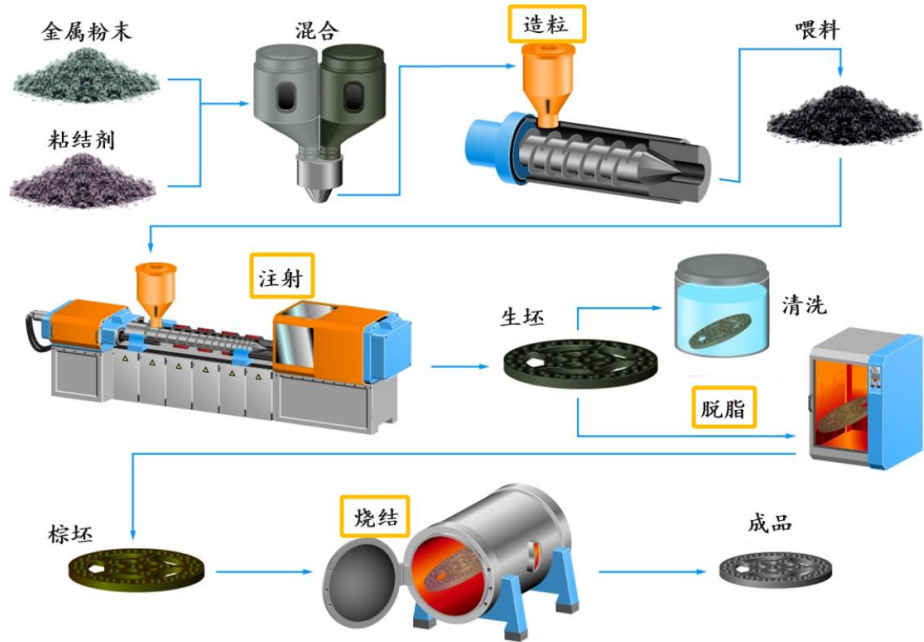
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. MIM：跻身国内第一梯队，受益折叠屏手机放量周期

2.1. MIM 工艺综合优势突出，下游应用多点开花

MIM=粉末冶金+注塑成型，主要工艺流程包括造粒、注射、脱脂和烧结四个阶段。MIM，即金属粉末注射成形，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种新的金属零部件近净成形加工技术，将粉末冶金和塑料注塑成型融为一体。MIM 主要工艺流程包括造粒、注射、脱脂和烧结四个阶段：首先选取符合 MIM 要求的金属粉末与有机粘结剂，在一定温度条件下，采用适当的方法混合成均匀的喂料，然后，经造粒后在加热塑化状态下，用注射成形机注入模具型腔内获得成形坯，再经过化学或溶剂萃取的方法脱脂处理，最后经烧结致密化得到最终产品。

图 9：MIM 工艺流程图



资料来源：降本设计公众号，天风证券研究所

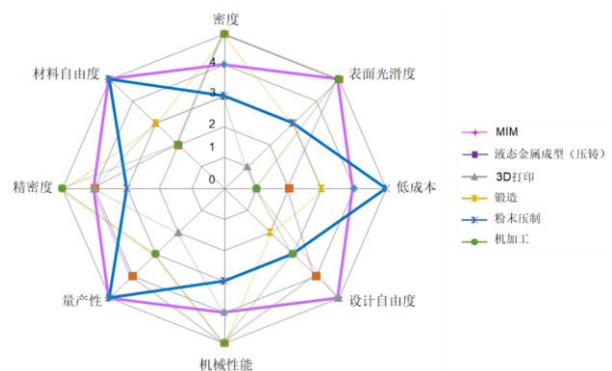
MIM 工艺综合优势突出，适用于大批量生产小型、精密、三维形状复杂及具有特殊要求的金属零部件。MIM 结合了粉末冶金与塑料注塑成形两大技术的优点，突破了传统金属粉末模压成形工艺在产品形状上的限制，同时利用了塑料注塑成形技术能大批量、高效率成形具有复杂形状的零件的特点，成为现代制造高质量精密零件的一项近净成形技术，具有常规粉末冶金、机加工和精密铸造等加工方法无法比拟的优势。具体来看，MIM 具备材料利用率高、设计自由度高、零件精度高&表面光滑、适用材料范围广、适合大批量生产等显著优势，工艺前景广阔。

图 10：MIM 工艺特点

	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

资料来源：富驰高科官网，天风证券研究所

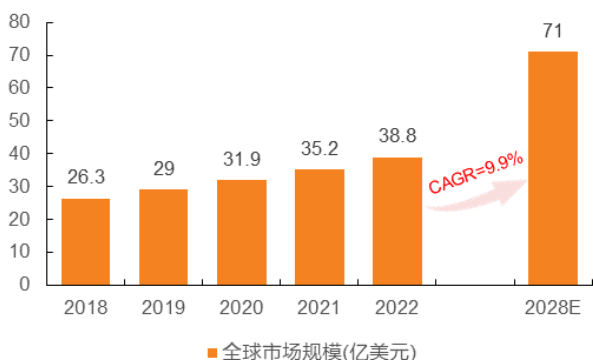
图 11：MIM 工艺综合优势突出



资料来源：降本设计公众号，天风证券研究所

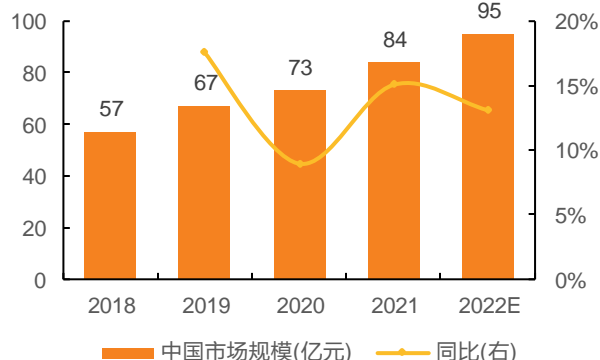
MIM 市场规模持续扩张，未来有望延长高增趋势。全球市场方面，据 IMARC 数据，2022 年全球 MIM 市场规模为 38.8 亿美元，同比增长 10.2%，IMARC 预计 2028 年全球 MIM 市场规模为 71 亿美元，2022-2028 年 CAGR 为 10.6%。中国市场方面，据中商情报网数据，2018-2021 年，我国 MIM 市场规模从 57 亿元增至 84 亿元，3 年 CAGR 为 13.8%，增速高于全球，2022 年我国 MIM 市场规模预计为 95 亿元，约占全球 35%。MIM 工艺综合优势显著，未来，随着 MIM 工艺逐步成熟，我们预计 MIM 产品有望持续拓宽应用场景和增加用量，市场空间广阔。

图 12：全球 MIM 市场规模稳步增长



资料来源：中商情报网，IMARC Group，天风证券研究所

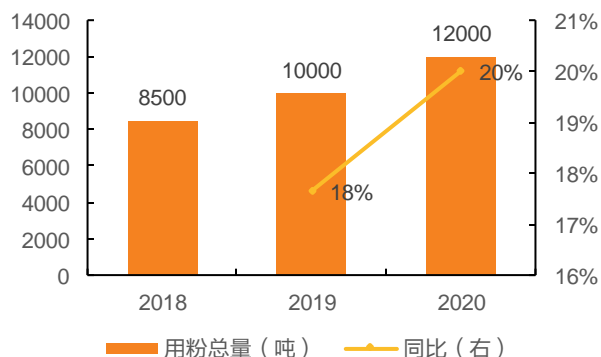
图 13：中国 MIM 市场规模持续快速增长



资料来源：中商情报网，天风证券研究所

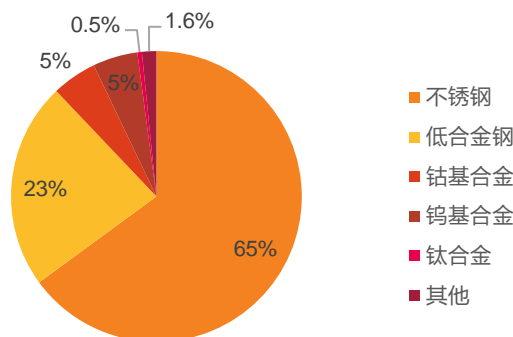
中国 MIM 用粉总量稳步上升，现阶段材料结构以不锈钢为主，材料体系向多元化方向发展，钛及钛合金有望成为下一代明星材料。供给端，2020 年中国 MIM 用粉总量达 1.2 万吨，同比增长 20%，2018-2020 年用粉总量稳步上升。材料端，由于我国 MIM 下游主要为消费电子，MIM 材料结构以不锈钢为主，2020 年不锈钢份额达 65%。随着下游领域对材料多元化及产品轻量化等差异化需求的不断提升，不锈钢及铁基合金产品已无法完全适应市场需求，MIM 产品材料体系不断丰富，钛及钛合金凭借高强度与轻量化等优势有望成为下一代明星材料，在 3C、医疗等高端领域得到广泛应用。同时，我们认为 MIM 是一种较为理想的制备钛合金零件的工艺，符合中长期技术发展趋势。

图 14：中国 MIM 行业用粉总量稳步上升



资料来源：华经产业研究院公众号，天风证券研究所

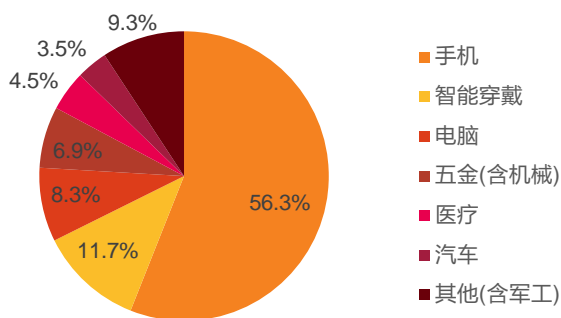
图 15：中国 MIM 材料以不锈钢为主（2020）



资料来源：《粉末冶金工业》，统联精密招股说明书，天风证券研究所

中国 MIM 下游应用以消费电子为主，有望持续受益折叠屏铰链放量，汽车领域带来长期发展机遇。下游应用方面，我国市场应用主要分布在消费电子领域，其他领域占比相对较少，从销售额角度，2020 年手机/智能穿戴/电脑三大应用场景分别占比 56.3%/11.7%/8.3%，手机端为最大份额。MIM 工艺广泛应用于卡托、摄像头支架、按键、连接器接口、转轴等外观件及结构件制造，并成功打开折叠屏铰链市场，随着头部手机品牌相继驶入折叠屏赛道，MIM 工艺有望持续受益未来的产品放量。其他应用领域方面，汽车占比 3.5%，远低于欧美（2018 年北美区域汽车占比 11%，欧洲区域汽车占比 22%），随着汽车零部件逐步踏入“微型化、集成化、轻量化”的发展浪潮，我们预计未来 MIM 工艺在汽车零部件领域的渗透率有望攀升，为国内 MIM 行业带来长期机遇。

图 16：中国 MIM 下游应用以消费电子为主（2020）



资料来源：粉末冶金工业，统联精密招股说明书，天风证券研究所

图 17：MIM 在消费电子中应用广泛



资料来源：精研科技官网，富驰科技官网等，天风证券研究所

2.2. 乘风折叠屏手机放量，MIM 铰链需求持续高增

2.2.1. MIM 工艺优势匹配折叠屏铰链制造需求

铰链是折叠屏手机的核心零部件，技术壁垒高筑，MIM 工艺优势匹配铰链制造需求。铰链起到支撑折叠功能，关系到屏幕折痕深浅、轻薄程度等与消费者体验最相关的问题，是决定折叠屏手机产品效果和成本的关键零部件之一。根据形态设计，铰链分为“U”型与“水滴”型两种，三星折叠屏系列以“U”型铰链为主，国内手机厂商多采用“水滴”型，产品效果更优但机械结构复杂、成本高昂。相较于笔记本电脑的轴承技术，折叠屏手机转轴铰链对精密度、耐用性、强度、轻薄度的要求更高，因为技术壁垒更高。MIM 具备设计自由度高、零件精度高、适用材料范围广等工艺优势，匹配叠屏手机铰链制造需求。

图 18：华为 Mate X5 折叠机身及水滴铰链示意图

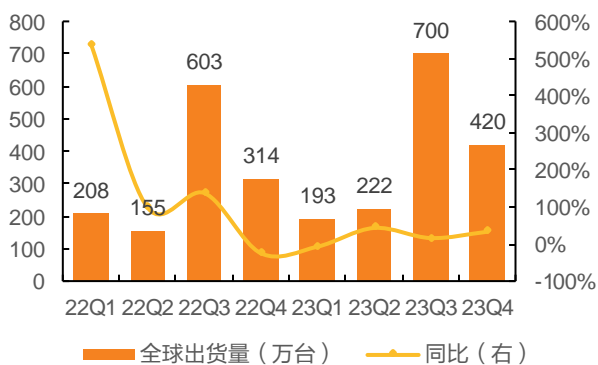


资料来源：华为官网，天风证券研究所

2.2.2. 折叠屏手机进入放量周期，国内市场华为遥遥领先

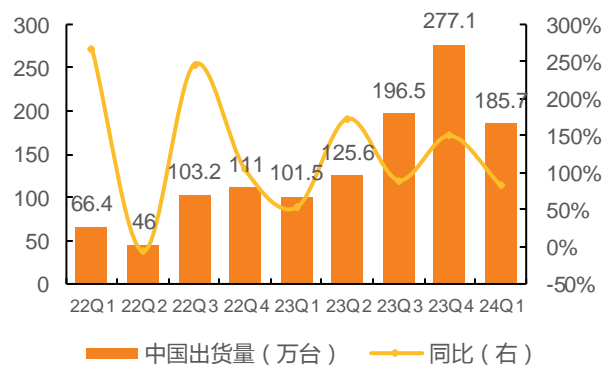
2023 年全球及中国折叠屏手机出货量强劲增长，中国折叠屏手机出货量同比增长 114.5%，连续 4 年同比增速超过 100%。**全球市场方面**，2023 年前三季度折叠屏手机出货量逐季改善，Q3 延续快速增长趋势，出货量创季度新高。据 DSCC，得益于三星 Z Fold 5 和 Z Flip 5 的推出、来自中国的主要品牌发布新机，23Q3 全球折叠屏手机出货量达 700 万台，创单季度新高，同比/环比分别增长 16%/215%；23Q4 出货量达 420 万台，同比增长 33%，同样刷新 Q4 出货量纪录。全年维度，2023 年全球折叠屏手机出货量达 1535 万台，同比增长 20%。**中国市场方面**，据 IDC 数据，2023 年折叠屏手机出货量逐季增长，23Q3 我国折叠屏手机出货量达 196.5 万台，同比/环比分别增长 90%/56%，在消费电子弱复苏的情况下表现亮眼；23Q4 华为、OPPO 以及荣耀的多款新品推动折叠屏市场延续快速增长势头，出货量达 277.1 万台，同比/环比增速分别达 149.6%/41.0%。全年维度，2023 年全年我国折叠屏手机市场出货量约 700.7 万台，同比增长 114.5%。自 2019 年首款产品上市以来，我国折叠屏手机市场连续 4 年同比增速超过 100%。

图 19：23Q1-3 全球折叠屏手机出货量逐季改善



资料来源：DSCC, IT 之家, 天风证券研究所

图 20：23 年中国折叠屏手机季度出货量逐季改善

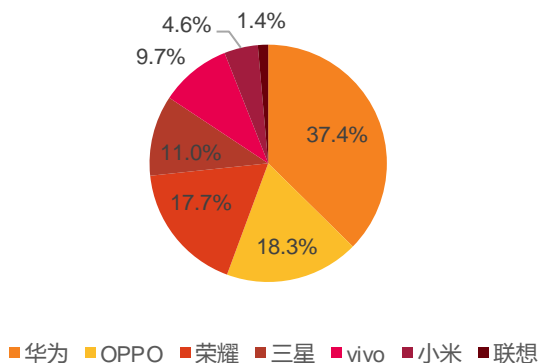


资料来源：IDC, 天风证券研究所

从竞争格局来看，华为牢牢占据国内折叠屏手机市场第一位置。2023 年华为国内市场份额达 37.4%，遥遥领先其他手机厂商，稳居中国折叠屏手机市场份额第一；OPPO、荣耀、三星分别排名第二、第三、第四，其中荣耀在 Q3 发布 Magic V2，成为当季折叠屏最畅销机型。24Q1 华为凭借 Mate X5 和新品 Pocket 2 市场份额进一步提升，达 44.1%。

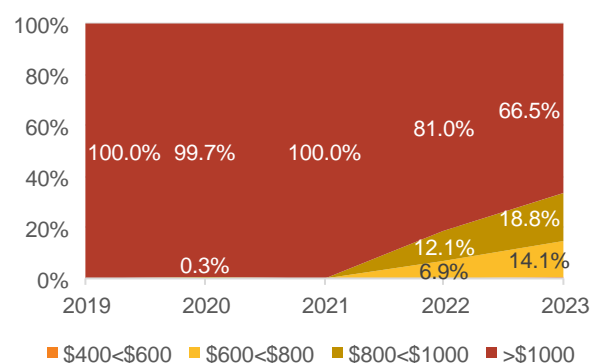
从价格趋势来看，中国折叠屏手机整体价格持续下探，用户吸引力不断提升。IDC 数据显示，2019-2023 年，1000 美元以上的折叠屏手机份额从 100% 下降至 66.5%，2023 年市面上价格最低的竖折产品已下探到 400 至 600 美元价格段。随着技术逐渐成熟和良率提升，折叠屏手机成本和售价不断下降，有望推动折叠屏手机加速放量。

图 21：2023 华为稳居中国折叠屏手机市场份额第一



资料来源：IDC, 天风证券研究所

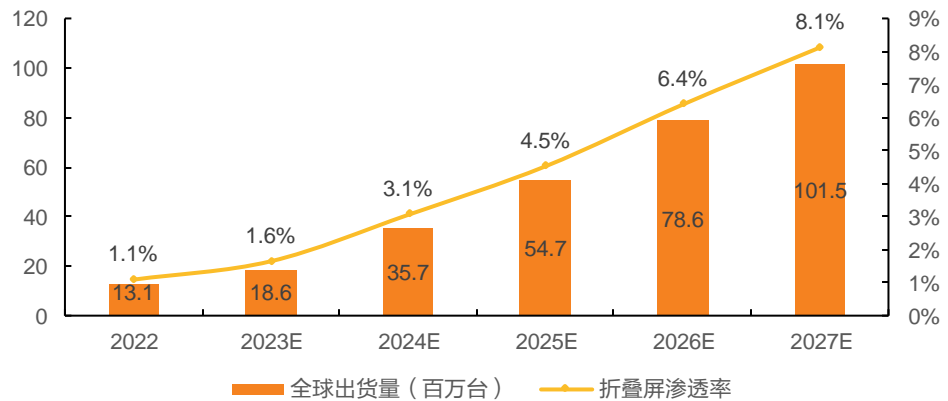
图 22：中国折叠屏手机整体价格持续下探



资料来源：IDC, 天风证券研究所

技术进步+价格下移+消费电子周期筑底反转趋势驱动折叠屏手机进入放量周期。作为智能手机中唯一快速增长的细分赛道，折叠屏手机市场目前依然处于发展初级阶段，未来，随着相关技术不断进步，预计整机质量、轻薄度、屏幕折痕、待机时间和影像等方面将得到不断改善，产品售价将进一步下降，叠加消费电子周期逐步完成筑底，我们预计折叠屏手机将进入放量周期，未来几年出货量有望持续快速增长，渗透率随之不断提升。根据 Canlys 与 Counterpoint 数据进行测算，我们预计 2023-2027 年全球折叠屏手机渗透率分别为 1.6%/3.1%/4.5%/6.4%/8.1%，2027 年全球折叠屏手机出货量有望超过 1 亿部。

图 23：预计 2027 年全球折叠屏手机出货量有望超 1 亿部



资料来源：Counterpoint, IT 之家, Canlys, TechWeb, Wind, 天风证券研究所

2.2.3. 折叠屏手机铰链及 MIM 件市场空间测算

技术进步+价格下移+消费电子周期筑底反转趋势驱动折叠屏手机进入放量周期，作为折叠屏手机的核心零部件，铰链有望充分受益折叠屏放量周期，同步打开 MIM 零部件增量空间，现对全球折叠屏手机铰链及 MIM 件市场空间进行测算，核心假设如下：

(1) 折叠屏手机出货量：根据 Counterpoint 预测数据，假设 2023-2027 年全球折叠屏手机出货量分别为 18.6/35.7/54.7/78.6/101.5 百万台。

(2) U 型铰链和水滴型铰链份额：根据 TrendForce 数据，假设 2022 年全球 U 型铰链份额为 80%，水滴型铰链份额为 20%；据立鼎产业研究网，考虑到水滴型铰链在降低折痕方面效果更优，预计未来会成为主流，假设 2023-2027 年 U 型铰链份额为 70%/55%/45%/35%/20%，水滴型铰链份额为 30%/45%/55%/65%/80%。

(3) U 型铰链和水滴型铰链价格：根据立鼎产业研究网数据，假设 2022 年 U 型铰链价格为 100 元/台，据中国电子报，水滴型铰链价格为 U 型铰链 4-5 倍，假设该比例为 4.5 倍，则水滴型铰链价格为 450 元/台；未来几年，假设随着技术进步与良率提升，铰链价格不断下降，假设 2023-2027 年 U 型铰链单价为 95/85/80/75/70 元，水滴型铰链单价为 430/380/360/330/300 元。

(4) MIM 件成本占比：据 36 氪，假设 MIM 件占铰链整体生产成本比例为 30%，未来几年保持不变。

经测算，我们预计 2023 年全球折叠屏手机铰链市场空间达 36.4 亿元，MIM 件市场空间达 10.9 亿元，同比增长 63%；至 2027 年，全球折叠屏手机铰链市场空间有望达 257.8 亿元，MIM 件市场空间有望达 77.3 亿元，2023-2027 年 4 年 CAGR 为 63.2%，全球折叠屏手机铰链及 MIM 件市场规模将实现快速增长，行业及产业链相关公司有望充分受益。

表 1：全球折叠屏手机铰链及 MIM 件市场空间测算

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
全球折叠屏手机出货量（百万台）	13.1	18.6	35.7	54.7	78.6	101.5
U 型铰链份额	80%	70%	55%	45%	35%	20%
U 型铰链价格（元/台）	100	95	85	80	75	70
水滴型铰链份额	20%	30%	45%	55%	65%	80%
水滴型铰链价格（元/台）	450	430	380	360	330	300
全球折叠屏手机铰链市场空间（亿元）	22.3	36.4	77.7	128.0	189.2	257.8
MIM 件成本占比	30%	30%	30%	30%	30%	30%
全球折叠屏手机铰链 MIM 市场空间（亿元）	6.7	10.9	23.3	38.4	56.8	77.3
yoy		63%	114%	65%	48%	36%

资料来源：Counterpoint，TrendForce，IT 之家，中国电子报公众号，立鼎产业研究网，36 氪 Pro 公众号，天风证券研究所

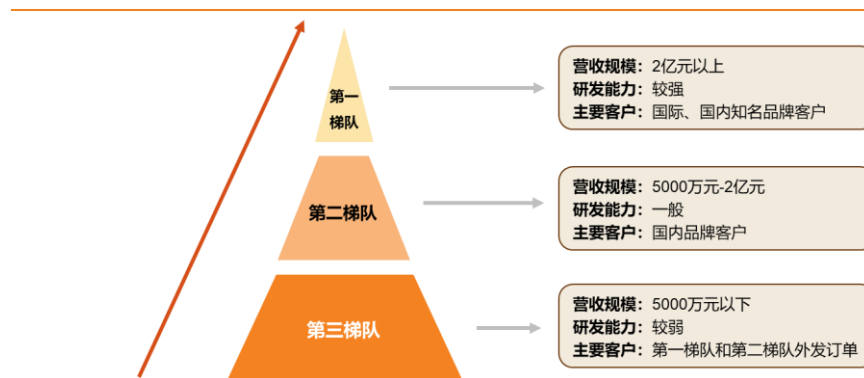
2.3. 公司亮点：跻身行业第一梯队，进入华为供应链体系

核心观点：MIM 业务亮点纷呈。第一，2019-2020 年，公司先后收购华晶粉末、上海富驰迅速跻身 MIM 行业第一梯队，战略目标清晰，逐步形成上海、东莞、连云港三大基地协同布局，随着客户的生产基地认证、项目实际和新设基地的工程提升情况，公司加大产能转移力度，**我们认为 MIM 板块经营效果将逐步显现**。**第二**，公司客户资源优质，早在 2018 年子公司东莞华晶即进入华为供应链体系，并与国内众多 3C 龙头厂商深度合作，成功研发生产折叠屏铰链核心零件，拓展钛合金路线，并实现了由 MIM 零件向 MIM 零件+模组的跨越式发展，**我们认为公司有望充分受益折叠屏手机放量&龙头供应商逻辑**。**第三**，子公司上海富驰已完成远致星火增资入股，其最终实控人为深圳市国资委，**我们认为本次增资有利于实现资源优势互补，赋能上海富驰远期发展，有望进一步提升公司 MIM 产品竞争力**。

➢ 优势一：跻身行业第一梯队，三大基地协同布局

2019 年，公司先后两次累计收购东莞华晶 75%的股权，作为切入 MIM 赛道的第一步。2020 年，公司进一步收购上海富驰 75%的股权，**迅速进入 MIM 板块技术和规模第一梯队**，增加了一批消费电子和医疗器械产业一线客户。2021 年，公司进行团队与资产合并优化，以东莞华晶股权增资上海富驰，使其成为上海富驰全资子公司。目前，公司 MIM 板块形成**三大基地协同布局**：以上海富驰为研发、营销及生产制造示范中心；以东莞华晶为华南 MIM 产业基地；利用连云港区位优势，构建低成本、大型现代化的连云港生产基地。**产能方面**，据 SMART Molding 数据，截至 2023 年 10 月，子公司上海富驰 MIM 烧结能力达 2.5 万升/日，产能居我国 MIM 工厂第二位，仅次于精研科技。**随着客户的生产基地认证、项目实际和新设基地的工程提升情况，公司加大产能转移力度，我们认为 MIM 板块经营效果将逐步显现**。

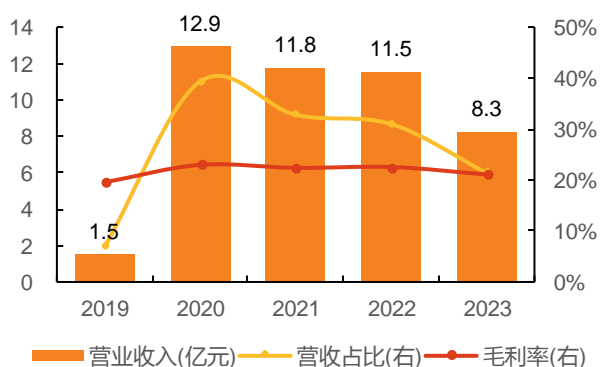
图 24：公司成功跻身 MIM 行业第一梯队



资料来源：统联精密招股说明书，天风证券研究所

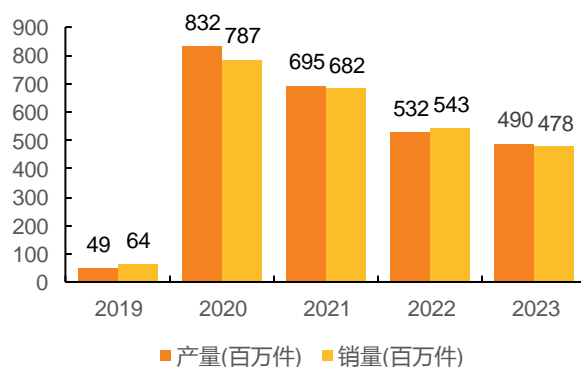
受 3C 领域景气度下滑拖累，MIM 业务阶段性承压，有望恢复增长动能。自 2020 年收购上海富驰以来，公司 MIM 板块营收实现快速增长，2020-2022 年维持在 11 亿元以上，受到宏观经济及主要下游消费电子景气度下滑影响，产销量有所下降。2023 年公司 MIM 板块营收同比下降 28.4%至 8.3 亿元，Q2 以来季度改善明显，伴随消费电子周期逐步完成筑底与大客户新产品上市，24Q1 营收同比增长高达 171.7%。公司重点聚焦折叠屏手机 MIM 零件+转轴组件，同时继续推进新品开发尤其是如医疗器械、汽车等长周期业务，优化产品结构，逐步减弱消费电子行业波动带来的冲击。路线方面，公司创新式开发了钛合金大批量生产工艺技术，为 MIM 技术运用开辟潜在增长曲线。我们认为技术进步+价格下移+消费电子周期筑底反转趋势驱动折叠屏手机进入放量周期，折叠屏用铰链产品将充分受益，公司 MIM 业务有望恢复增长动能。

图 25：公司 MIM 板块营收及占比有所下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：公司 MIM 产品产销量有所下降



资料来源：公司公告，天风证券研究所

➤ 优势二：客户资源优质，进入华为供应链体系

早在 2018 年，东莞华晶即进入华为供应链体系，直接和间接供给华为手机 MIM 结构件、可穿戴设备组件、5G 路由器等产品销售额当年占比超 65%。

2019 年以来，折叠屏手机成为智能手机行业热点，折叠屏铰链为 MIM 行业带来新增量，公司紧抓行业机遇，充分发挥在折叠屏手机上积累的材料研发和工艺探索经验，成功研发生产折叠屏铰链核心零件。在此基础上，2023 年公司组建折叠屏铰链设计和组装部门，构建多条手机铰链模组生产线，并通过了相关测试和验证，实现由折叠机 MIM 零件向 MIM 零件+模组的跨越式发展。

公司客户资源优质，除华为之外，折叠屏手机配件还供给 OPPO、三星、小米等手机厂商，有望充分受益折叠屏手机放量&龙头供应商逻辑。

图 27：公司客户资源优质

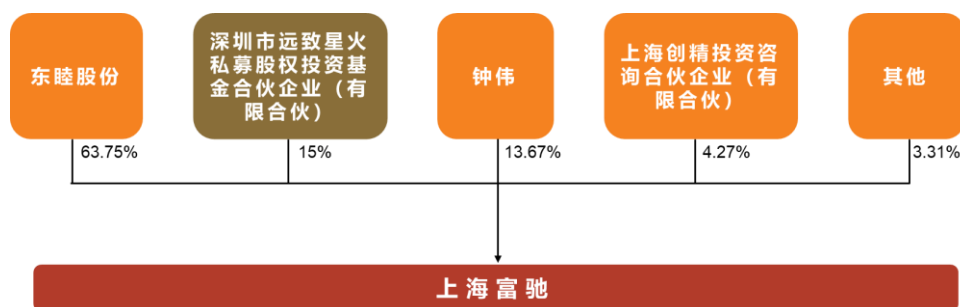


资料来源：东莞华晶官网，天风证券研究所

➤ 优势三：远致星火入股赋能远期发展

2023 年 9 月，子公司上海富驰拟引入投资者远致星火，远致星火以现金方式增资 2.82 亿元。增资完成后，公司持有上海富驰的股份比例将由原 75% 变更为 63.75%，上海富驰仍为公司控股子公司，远致星火将持有公司 15% 股权。截至 2023 年 11 月 28 日，上海富驰此次增资扩股已全部完成。远致星火最终实控人为深圳市国资委，我们认为本次增资有利于实现资源优势互补，赋能上海富驰远期发展，有望进一步提升公司 MIM 产品竞争力。

图 28：引入远致星火后上海富驰股权结构图（截至 2024Q1）



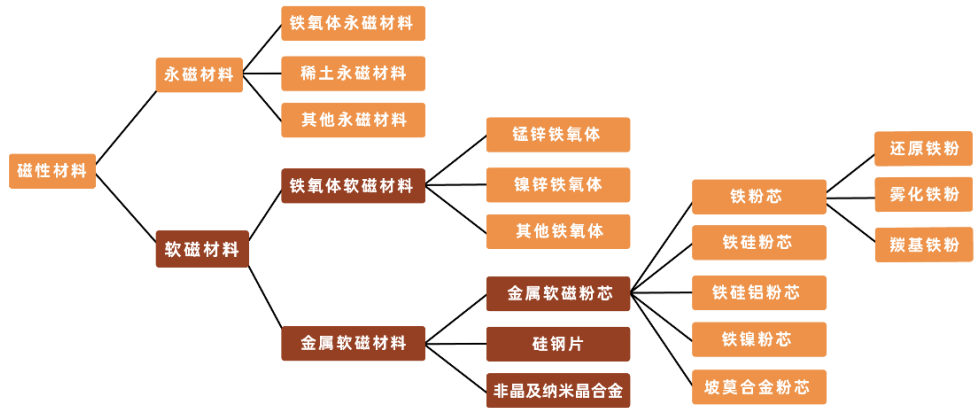
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. SMC：享光伏+新能源汽车高增速，公司发展驶入快车道

3.1. SMC 综合性能优异，应用场景丰富

软磁材料主要包括铁氧体软磁材料、金属软磁粉芯、硅钢片、非晶及纳米晶合金材料，其功能是电磁能量的转换与传输。作为电感元件的核心材料，软磁材料是能耗提升背景下驱动高功率密度发展的关键抓手。

图 29：软磁材料分类



资料来源：铂科新材招股说明书，悦安新材招股说明书，天风证券研究所

高性能软磁材料成为高频高功率密度下的优秀选择。不同软磁材料终端应用场景大都不同，各自占据“一亩三分地”，但在部分领域存在直接竞争关系，属于互为替代品。总而言之，大容量、低损耗的高性能软磁材料是高功率密度趋势下的优秀选择。

金属软磁粉芯兼具铁氧体与硅钢片优势，综合性能优异，应用场景丰富。金属软磁粉芯由铁磁性粉料+绝缘介质混合压制而成，通过特殊制备工艺结合铁氧体和硅钢片的优势，兼具高 B_s 值、高电阻率、低损耗，成为高功率密度趋势下的优秀选择，适用于相对高频率高功率的工作环境，其终端应用场景被不断打开。具体来看，金属软磁粉芯主要包括铁粉芯、铁硅系粉芯、铁镍粉芯等类别。其中铁硅+铁硅铝粉芯目前市场应用广泛，适用于相对高频率高功率的工作环境，如组串式逆变器、变频空调、新能源车载充电机、充电桩等；铁镍粉芯则主要应用于服务器电源、通信电源等场景。

表 2：软磁材料性能特点及具体应用

类别	性能特点	适用工作环境	具体应用
铁氧体软磁	优点是高电阻率、低损耗，缺点是低 B_s 值	高频低功率	消费电子、家电、通讯、仪器仪表等
硅钢片	优点是高 B_s 值，缺点是低电阻率、高损耗	低频高功率	集中式逆变器、工业电机、UPS 电源等
金属软磁粉芯	兼具高 B_s 值、高电阻率、低损耗	高频率高功率	组串式逆变器、变频空调、通讯电源、高功率芯片电路等
羰基铁粉软磁	兼具高 B_s 值、高电阻率、低损耗，同时可以做到更小体积、更强抗磁干扰能力，但成本更高	高频高功率、小体积、抗磁要求高	笔记本电脑、智能手机、汽车电子等
非晶合金	高磁导率、高电阻率、低损耗及低矫顽力，对加工工艺的敏感性高	高频高功率	非晶变压器、非晶电机
纳米晶	优点是高磁导率、高居里温度、低损耗，缺点是制备工艺复杂、成本高	高频高功率、小型化、轻量化、复杂温度	电子变压器、互感器、传感器

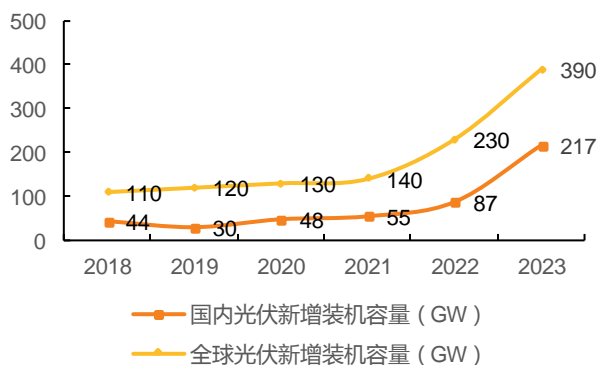
资料来源：《软磁新材料研发进展及其应用》车声雷，铂科新材招股说明书，悦安新材招股说明书，云路股份招股说明书等，天风证券研究所

3.2. 下游赛道持续景气，SMC 需求向好

金属软磁粉芯进一步制成绕线电感，广泛应用于各种电力场景，如光伏逆变器、储能变流器、新能源汽车及充电桩、UPS、变频空调等。目前来看，金属软磁粉芯在光伏领域发展迅速，成长为最大下游；长期来看，在储能、新能源汽车及充电桩领域有较大发展前景，未来有望进一步拓展至电机领域。据 QYR 统计及预测，2022 年全球金属软磁粉芯市场规模达 7.1 亿美元，预计 2029 年达 21 亿美元，2023-2029 六年 CAGR 预计为 15.7%。我们认为金属软磁粉芯站稳光储新能源高景气赛道，未来需求向好。

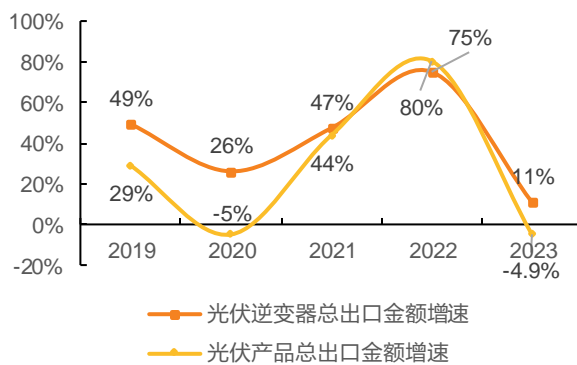
光伏领域：国内新增装机量提升&海外逆变器出口共振，金属软磁粉芯享受双轮驱动。金属软磁粉芯制电感广泛应用于光伏组串式逆变器，根据中国光伏行业协会数据显示，组串式逆变器占据市场主流（2023 年国内占比 80%），渗透率较 2021 年提升 10.4pcts，叠加国内新增装机量稳步提振，金属软磁材料需求释放。同时，海外新增装机量快速增长，拉动光伏组件出口提升，逆变器出口享受景气度中的景气增速，带动金属软磁材料需求扩张。伴随新增装机量超预期增长，我们测算，2023 年国内光伏市场所需金属软磁材料达 8.2 万吨，全球需求近 15 万吨。

图 30：国内及全球光伏新增装机量逐年上升



资料来源：中国光伏行业协会，天风证券研究所

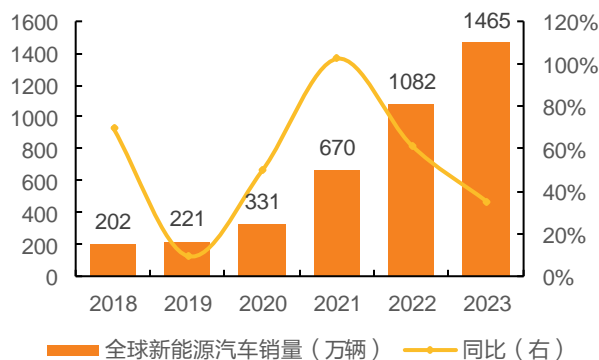
图 31：光伏逆变器出口金额保持高增速



资料来源：Wind，光明网，中国政府网，天风证券研究所

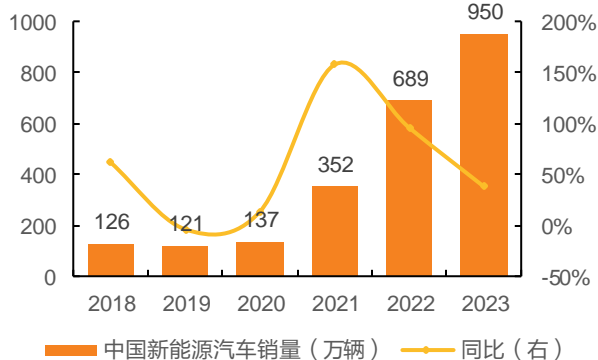
新能源汽车领域：金属软磁粉芯应于新能源车载充电机 OBC 及 DC/DC 电源变换器。新能源汽车产业快速发展，新能源汽车在 2021 年产销实现高速增长，2022 年延续高增速，销售渗透率达 25.6%，2023 年已提升至 31.6%，我们预计 2025 年销售渗透率有望突破 35%；叠加汽车智能化主题贯穿发展方向，单车电子元器件用量将不断提升，驱动金属软磁材料需求快速提振。

图 32：全球新能源汽车销量自 2021 年增量显著



资料来源：EVTank 公众号，智研咨询公众号，EVsales，天风证券研究所

图 33：国内新能源汽车销量自 2021 年增量显著



资料来源：Wind，中国汽车工业协会，天风证券研究所

800V 系统趋势初显现，金属软磁用量再提升。新能源汽车快充和电池里程续航需求推动下，800V 电驱动系统应运而生。800V 电驱动系统减小系统尺寸和重量的同时能延长汽车续航里程距离，并显著提高其充电速度。目前，小鹏、广汽埃安、理想汽车、北汽极狐等车企均已布局 800V 快充技术，并有望陆续实现量产。目前 400V 纯电动汽车合金软磁用量 0.6-0.8kg/辆，混动汽车用量 2-3kg/辆，800V 高压平台下纯电动车型须安装升压模块，用量提升至约 2.7kg/辆，800V 趋势拉动金属软磁材料需求的再提升。

3.3. 公司亮点：产能迅速扩张，产业链一体化优势显现

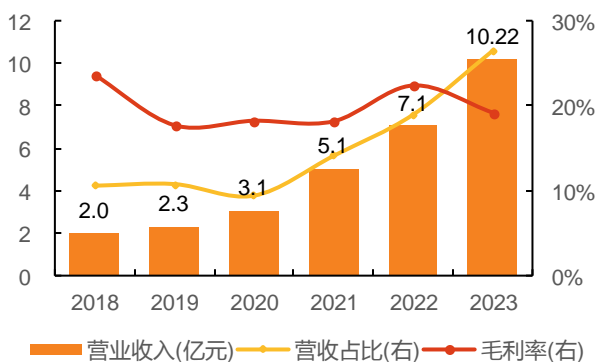
核心观点：第一，公司全资子公司东睦科达为全球金属软磁粉芯行业领先厂商，自 2021 年以来，公司确立 SMC 板块优先发展地位，积极扩展产能（远期规划 10.6 万吨），SMC 板块发展驶入快车道，**我们认为公司对 SMC 板块进行了有效的资源整合，通过打造山西第二生产基地，进一步优化基地布局，SMC 板块竞争力有望进一步凸显。****第二**，2022 年公司收购德清鑫晨，产业链向上延伸至粉末端，**我们认为原料外购为公司 SMC 板块毛利率低于同行业龙头企业铂科新材重要原因之一，通过产业链一体化布局，公司 SMC 板块盈利能力有望获得进一步提升。****第三**，公司持续开发多款高性能产品，覆盖光储新能源等多元化应用场景，同时顺应高算力发展趋势，芯片电感及服务器用磁性材料逐步起量，**我们认为新能源景气度持续传导，同时 AI 算力提升需求下一体成型电感趋势明确，公司 SMC 板块成长空间广阔。**

➤ 优势一：产能迅速扩张，市占率不断提升

子公司东睦科达为全球金属软磁粉芯行业领先厂商。2014 年，公司通过收购浙江东睦科达（KDM）60% 股权切入 SMC 板块；2022 年，进一步收购剩余 40% 股权，KDM 成为公司的全资子公司。KDM 是全球屈指可数覆盖从铁粉芯到高性能铁镍磁粉芯等系列金属磁粉芯的行业领先厂商，产品广泛应用于高效率开关电源、UPS 电源、光伏逆变器、新能源汽车车载电源、充电桩、高端家用电器、电能质量、5G 通信等领域，远销亚洲，欧洲和美洲等海内外地区。

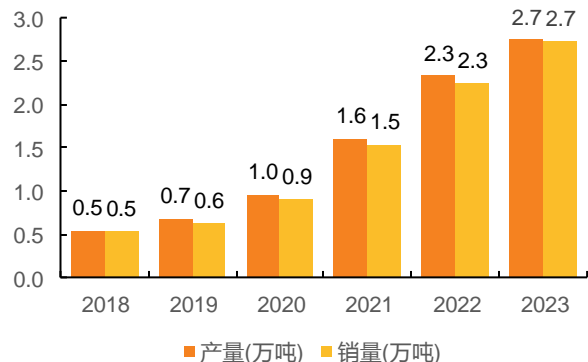
受光储等新能源下游快速发展+公司战略优先布局驱动，2021 年以来 SMC 板块发展驶入快车道。2020-2023 年，SMC 板块营收从 3.1 亿元增长至 10.2 亿元，CAGR 达 49.0%，收入增长主要来源为光伏逆变器、高效电源、新能源汽车车载/充电桩等，营收占比相应从 9.4% 提升至 26.5%，软磁材料销量从 0.9 万吨增长至 2.7 万吨。产品结构方面，SMC 主要应用于新能源行业，2023 年光伏与新能源车领域分别占 SMC 板块营收的 49.6%/ 14.63%。

图 34：公司 SMC 板块营收及占比稳步上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：公司 SMC 板块产销量稳步上升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司 SMC 全球市占率迅速提升，从 2020 年的 10% 提升至 2022 年的 15%。据华经产业研究院数据，2020 年全球金属软磁粉芯行业竞争格局较为集中，美国美磁与韩国昌星合计市占率达 32%，公司市占率约为 10%。据 QYR 数据，2022 年美磁+昌星+Micrometal 市占率下降至 25%，据我们测算，公司市占率提升至 15%，与铂科新材合计市场份额达 36%。我们预计随着国内企业不断取得技术创新突破，未来占率有望进一步提升。

图 36：2020 年公司全球市占率约为 10%

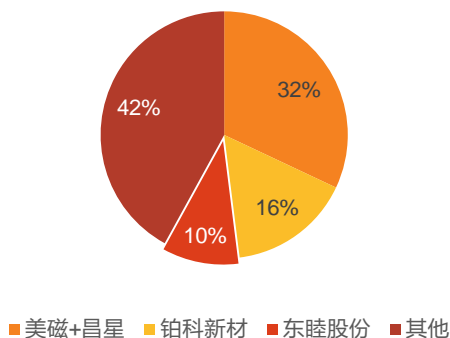
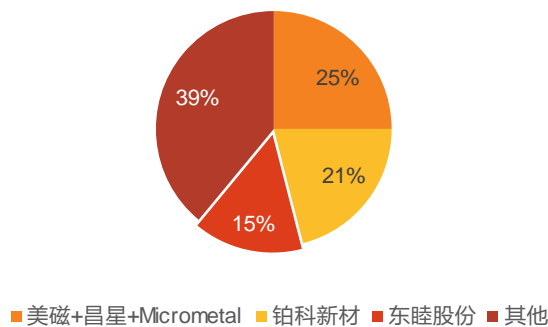


图 37：2022 年公司全球市占率提升至 15%



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

资料来源：QYResearch，Wind，天风证券研究所

产能扩张迅速，山西基地 6 万吨项目打开远期成长空间。公司积极扩展 SMC 产能，规划产能达 10.6 万吨，现有产能达 7 万吨（浙江东睦科达 4 万吨+山西东睦磁电 3 万吨），山西东睦磁电“年产 6 万吨软磁材料产业基地”项目一期工程建成并投入试生产。此外，宁波总部战略定位为 SMC 研发中心、高端产品生产基地及新能源车用磁材营销中心，截至 23 年中报，总部 SMC 产线建设已取得初步成效，部分高端 SMC 产品实现小批量供货。我们认为公司对 SMC 板块进行了有效的资源整合，通过打造山西第二生产基地，进一步优化基地布局，SMC 板块竞争力有望进一步凸显。

表 3：公司 SMC 板块产能规划情况（截至 2024Q1）

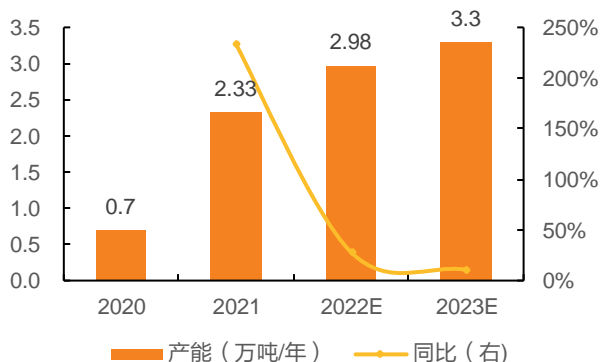
实施主体	规划产能	投产情况
浙江东睦科达	4 万吨	已投产
山西东睦磁电	0.6 万吨 6 万吨	已建成并部分投产 一期工程建成并投入试生产
宁波本部	-	已小批量供货
合计	10.6 万吨（不含宁波本部）	

资料来源：公司公告，投资者问答平台，天风证券研究所

➤ 优势二：产业链向上延伸，一体化优势显现

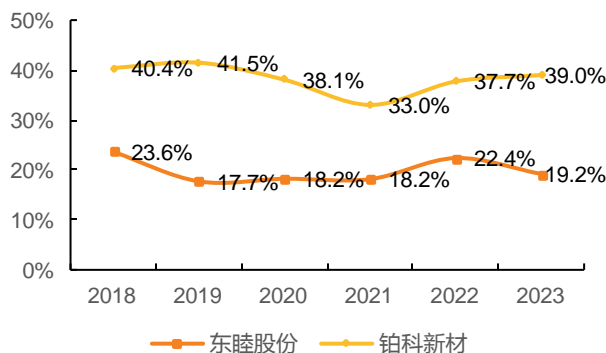
2022 年，公司完成对德清鑫晨公司的收购，产业链向上延伸至粉末端。德清鑫晨集铁硅、铁硅铝、铁镍等软磁合金粉末研发、生产、销售于一体，为东睦科达上游企业，同时东睦科达是德清鑫晨唯一客户。通过收购德清鑫晨，公司有望实现 SMC 板块上游供应链自主可控，增强 SMC 板块的持续经营能力。同时，根据德清鑫晨产能规划，其合金软磁粉年产能将从 2020 年的 0.7 万吨提升至 2023 年的 3.3 万吨，产能迅速扩张，有利于进一步保障公司原料供给。公司 SMC 板块毛利率低于同行业龙头企业铂科新材，我们认为原料外购为重要原因之一，通过产业链一体化布局，公司 SMC 板块盈利能力有望获得进一步提升。

图 38：德清鑫晨合金软磁粉产能扩张规划



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 39：公司 SMC 板块毛利率仍有较大上升空间



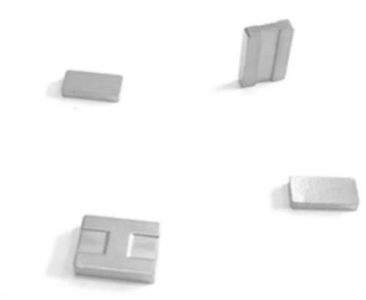
资料来源：Wind，天风证券研究所

➤ 优势三：产品覆盖多元化应用场景，高算力领域逐步起量

产品方面，2023 年公司研发出 4 款新一代高性能的软磁复合材料，覆盖多元化应用场景。第一款 KPH-HP（铁硅铝），已成功应用在知名企业的 30-50kW 光伏逆变器的升压电感、新能源车的升压电感，以及变频空调 PFC 电感；第二款 KSF-HP（铁硅），已在矿机电源电感、320kW 光伏逆变器升压电感项目中获得批量应用；第三款 KH-HP（铁镍），已批量应用在服务器电源中；第四款 KAM-HP，为新一代适用于高频（50-500kHz）应用的低损耗软磁材料，可在储能项目中批量应用。

顺应高算力发展趋势，芯片电感及服务器用磁性材料逐步起量。公司高性能铁镍系和铁硅系产品逐步推广运用，为某大客户开发的芯片电感销售逐步增量，以及服务器电源等算力建设相关磁性材料面临机遇期，2023 年公司实现芯片电感和服务器电源软磁材料营收 0.69 亿元。

图 40：公司生产的部分芯片电感



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. P&S：龙头地位稳固，积极拓展电机等应用新场景

4.1. 受益单车用量提升+家电以旧换新，P&S 需求空间广阔

粉末冶金（PM）是一种近净成型金属成形工艺，通过制取金属或非金属粉末作为原料，经过成形和烧结等工艺过程，制造金属材料、复合材料以及各种几何构造制品。与铸造、机械加工等传统工艺相比，PM 具有节能、节材、环保、一致性好等优势，成为金属加工制造工艺新选项。

中国粉末冶金市场稳定增长，终端应用以汽车为主。据中国粉末冶金协会数据，中国粉末冶金市场规模总体呈稳定增长趋势，市场规模由 2018 年的 143 亿增长至 2022 年的 172 亿元，GAGR 为 4.7%，2023 年市场规模有望达 183 亿元，同比增长 6.4%。从下游应用结构来看，粉末冶金零部件下游应用领域广泛，其中汽车行业为最主要应用领域，占比 62.4%，其次为家电领域，占比 14%。粉末冶金零部件在汽车中应用广泛，涵盖变速箱、发动机、底盘等零件，我们预计随着汽车领域的持续拉动，以及粉末冶金零部件在 5G 通讯、新能源等新兴领域的拓展和技术升级，中国粉末冶金行业市场规模有望保持稳定增长。

图 41：中国粉末冶金市场规模稳步上升

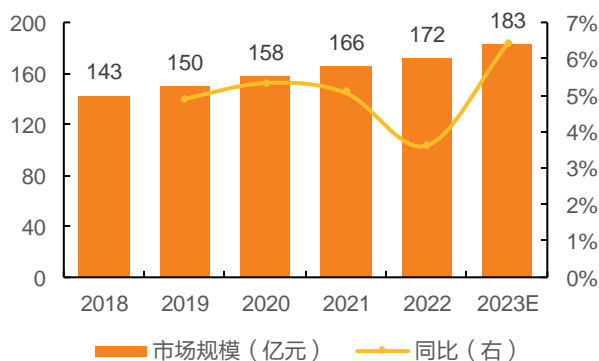
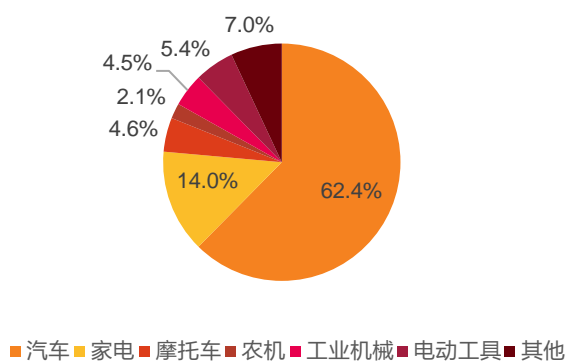


图 42：中国粉末冶金终端应用以汽车为主（2022）



资料来源：中国粉末冶金协会，华经产业研究院，智研咨询公众号，天风证券研究所

资料来源：智研咨询公众号，天风证券研究所

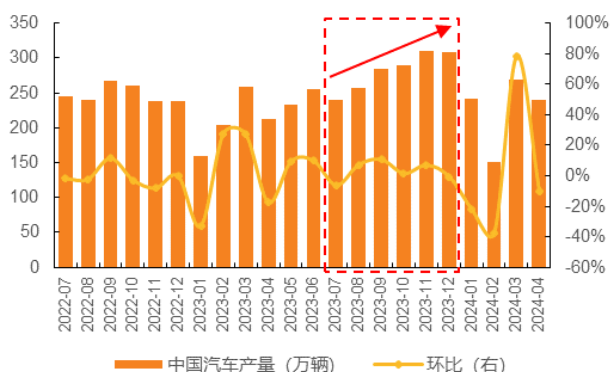
图 43：粉末冶金零部件在汽车中的应用（部分）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

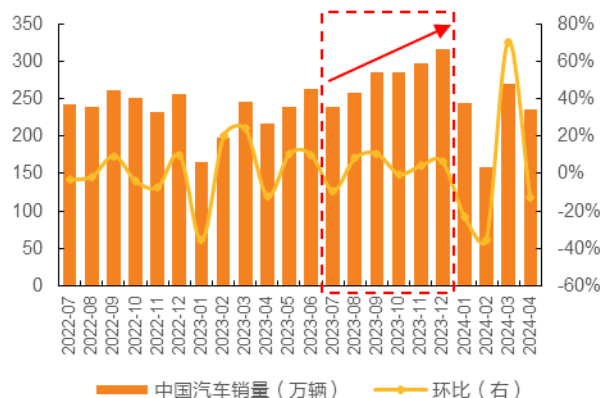
政策、经济共振发力，叠加地方购车补贴、促销活动，2023年下半年汽车回暖拉动PM业务。2023年下半年，在国家促消费政策及车企优惠促销等因素驱动下，购车需求逐步释放，我国汽车产销保持恢复态势，环比持续增长，2023年全年销量3009.4万辆，同比增长12%。2024年1-4月，我国汽车产销分别完成901.2万辆和907.9万辆，同比分别增长7.9%和10.2%，产销环比下降，同比仍保持较快增长。受益政策、经济共振发力，市场预期稳定向好，叠加地方购车补贴、促销活动等措施，我们认为汽车行业景气度有望延续，拉动PM盈利能力持续扩大。

图 44：2023 年中国汽车产量自 7 月回暖



资料来源：Wind，中国汽车工业协会，天风证券研究所

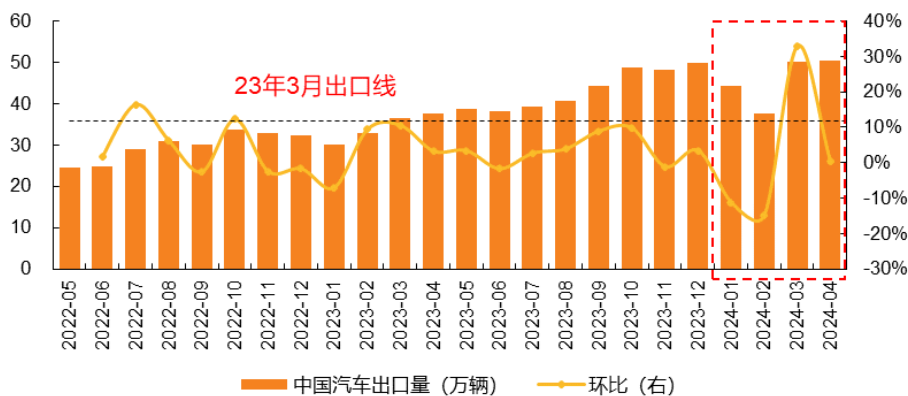
图 45：2023 年中国汽车销量自 7 月回暖



资料来源：Wind，中国汽车工业协会，天风证券研究所

2024 年以来中国汽车出口保持强势增长，有望显著拉动 PM 零部件需求。据中国汽车工业协会数据，2024 年 4 月我国汽车出口量为 50.4 万辆，同比增长 34%。在此基础上，2024 年 1-4 月我国汽车出口达到了 182.7 万辆，同比增长 33.4%，其中传统燃油车出口 140.7 万辆，同比增长 37.7%；新能源汽车出口 42.1 万辆，同比增长 20.8%，传统燃油车在出口市场上仍占据主导地位。我国汽车出口量保持高增速，我们认为主要得益于燃油车性价比提升、新能源车出口快速增长，以及俄罗斯、欧洲和新兴市场经济体国家市场的贡献，汽车出口有望显著拉动 PM 零部件需求。

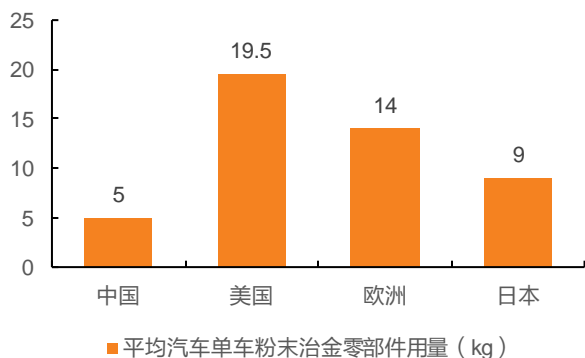
图 46：2024 年以来中国汽车出口保持快速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

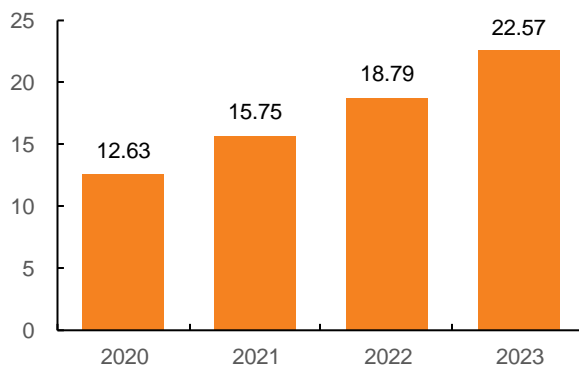
单车用量仍有较大提升空间，汽车行业 P&S 需求空间广阔。据头豹研究院数据，2019 年中国单车粉末冶金零部件平均用量仅为 5-6kg，与发达国家存在较大差距。随着粉末冶金行业技术提高和车企降本需求推动，下游车厂逐步应用粉末冶金零部件进行国产替代。假设单车粉末冶金零件用量达到 7.5kg，2023 年汽车行业有望创造 22.6 万吨粉末冶金零部件市场需求。

图 47：中国单车粉末冶金零件用量较低（2019）



资料来源：头豹研究院，天风证券研究所

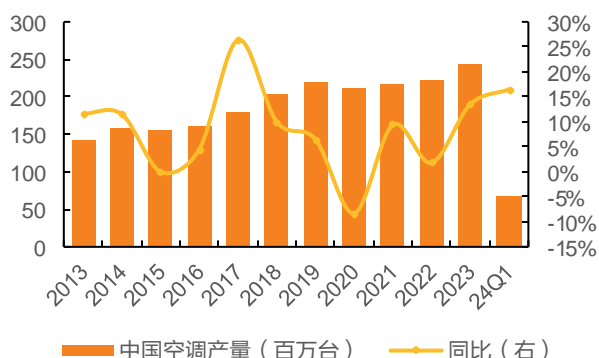
图 48：中国汽车行业粉末冶金总需求量预计不断增加（万吨）



资料来源：Wind，中国汽车工业协会，天风证券研究所

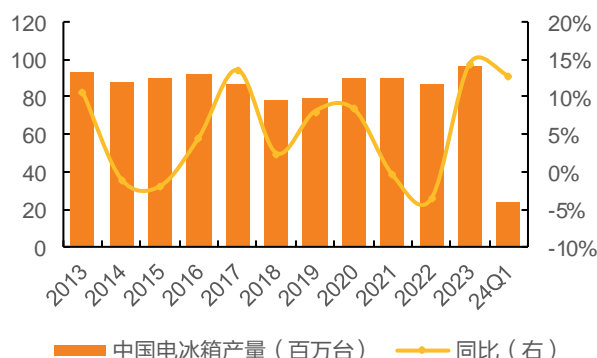
新一轮“以旧换新”+出口景气共振，2024 年家电需求有望持续复苏，提振粉末冶金零件需求。2024 年以来，家电行业以旧换新政策频出：2 月 23 日，中央财经委强调家电等传统消费品以旧换新；3 月 13 日，国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》；4 月 12 日，商务部等 14 部门又联合发布了《推动消费品以旧换新行动方案》，目标到 2027 年，全国废旧家电回收量将比 2023 年增长 30%。出口方面，2024 年 2 月以来中国家电出口金额持续增长，4 月出口金额达 89.1 亿美元，创单月新高，我们认为海外补库存以及需求修复或将带动出口进一步增长。24Q1，中国空调产量 6878 万台，同比增长 16.5%，增速进一步提升；中国电冰箱产量 2362 万台，同比增长 12.8%。我们认为以旧换新政策与出口表现优异共振，家电行业有望持续复苏，从而推动粉末冶金零件需求增长。

图 49：2024Q1 中国空调产量增速提升



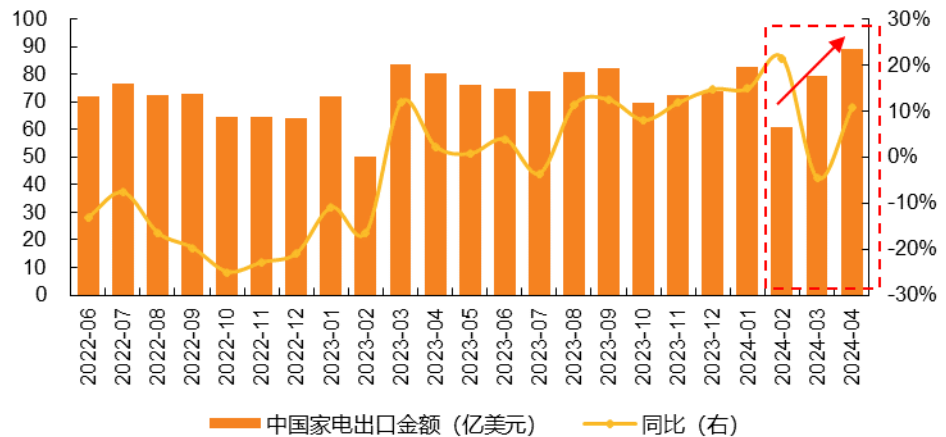
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 50：2024Q1 中国电冰箱产量保持增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 51：2024 年 2 月以来中国家电出口持续增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

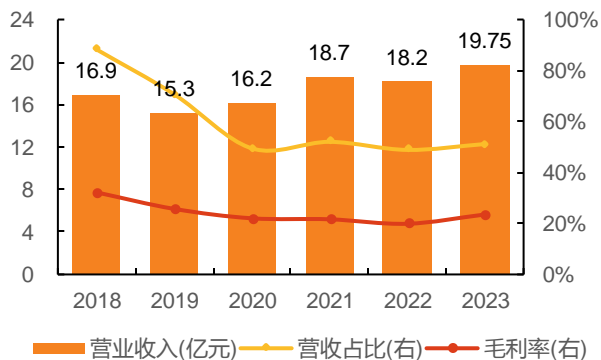
4.2. 公司亮点：国内粉末冶金龙头，深度挖掘电机等应用新场景

核心观点：第一，公司是国内粉末冶金龙头，深耕 P&S 多年，市场份额稳居国内第一，由于中外制造业性价比差异，以及公司多年累积的资本、技术和品牌优势，我们认为公司在汽车行业粉末冶金制品的进口替代和全球市场拓展方面仍有较大空间，预计未来几年内公司 P&S 业务或将保持稳定增长。第二，2022 年以来，公司累计收购轴向磁通电机生产厂商小象电动 22% 股权，使用粉末冶金工艺为小象电机提供软磁零件，积极探索粉末冶金在电机、电控等方向的技术应用，我们认为公司具备 P&S+SMC 的独特技术平台优势，对小象电动的收购有助于公司加强对电机及非车用粉末冶金应用的技术研究，并拓展 SMC 在轴向磁通电机等高端制造领域的应用场景，有望为公司贡献业绩增量。

➤ 优势一：国内粉末冶金龙头，品牌效应显著

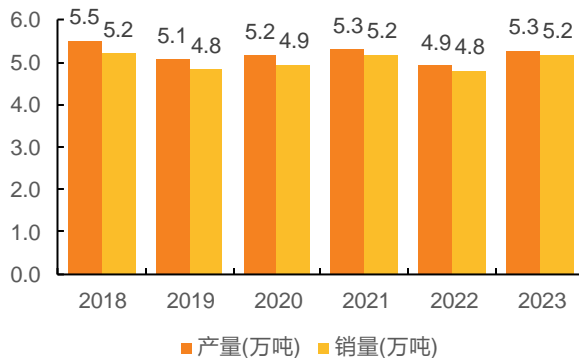
近年来公司 P&S 板块整体保持平稳较快发展，预计未来几年或将保持稳定增长。2019-2021 年，P&S 板块营收从 15.3 亿元增长至 18.7 亿元；2022 年受家电零件营收下滑影响，P&S 板块营收下降至 18.2 亿元，同年汽车零件收入达 13.8 亿元，同比增加 7.6%，占比 75.9%。2023 年，P&S 板块实现营收 19.8 亿元，同比增长 8.8%，产品结构方面，汽车零件/家电零件营收分别为 15.4/3.5 亿元，营收占比分别为 77.9%/17.8%，汽车领域营收同比增长 11.5%，推动板块整体营收上涨，客户以国中高端为主。24Q1 P&S 板块营收同比增加 31.1%，我们认为主要系汽车领域保持快速增长，同时家电领域受以旧换新+出口推动，迎来大幅改善。P&S 板块虽受传统燃油汽车影响，但在进口替代方面仍有一定机会，且 P&S 产品可应用于混动汽车和新能源汽车等通用零件，叠加潜在新应用场景，我们预计未来几年内公司 P&S 业务或将保持稳定增长。

图 52：公司 P&S 板块营收及占比相对稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

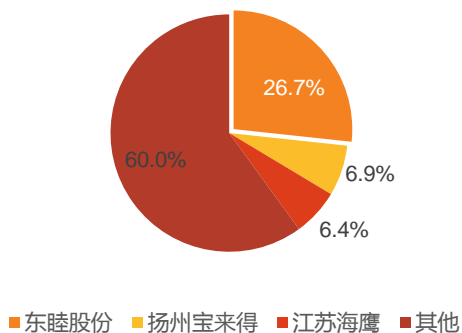
图 53：公司 P&S 板块产销量相对稳定



资料来源：公司公告，天风证券研究所

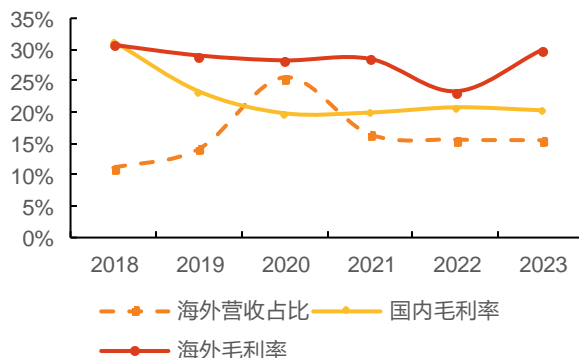
传统优势领域，国内粉末冶金行业绝对龙头，品牌效应助力全球市场拓展。 P&S 板块是公司深耕多年的传统优势领域，公司市场份额稳居国内第一。根据中国粉末冶金协会统计，2022 年公司国内粉末冶金市占率达 26.7%，市占率第二位的扬州宝来得市占率仅为 7% 左右；23Q1-3 公司粉末冶金制品国内营收占比达 40.2%，销量占比达 37.0%，市占率进一步提升，继续排名在国内粉末冶金行业榜首，公司龙头地位稳固，已连续多年在国内粉末冶金行业中处于市场绝对领先地位。同时公司海外业务毛利率明显高于国内，2023 年海外毛利率达 29.9%，同比增加 6.6%，迎来大幅上升。由于中外制造业性价比差异，以及公司多年累积的资本、技术和品牌优势，我们认为公司在汽车行业粉末冶金制品的进口替代和全球市场拓展方面仍有较大空间。

图 54：公司国内粉末冶金市占率处于领先地位（2022）



资料来源：中国粉末冶金协会，华经产业研究院，天风证券研究所

图 55：公司海外业务毛利率明显高于国内



资料来源：Wind，天风证券研究所

➤ **优势二：P&S+SMC 技术融合，深度挖掘应用新场景**

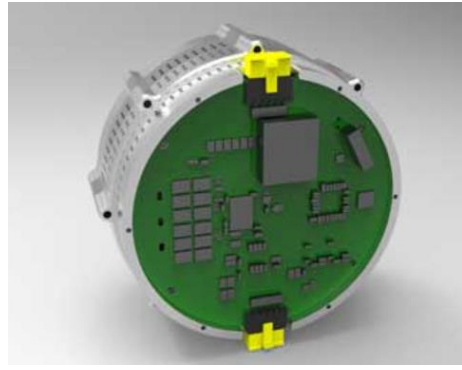
加大 P&S、SMC 技术融合，拓展粉末冶金电机、电控方向应用场景。 2022 年以来，公司累计收购深圳小象电动科技有限公司 22% 股权（截至 24Q1）。小象电动拥有自主研发的聚能磁轴向磁通电机及控制算法等核心技术，其新型轴向磁通电机已处于国内领先水平，部分参数达到国际领先水平，适用于新能源车、电动摩托、机器人、无人机、电动船舶以及电动飞机等对体积重量有特殊要求的应用领域。公司加大 P&S、SMC 技术融合，以 P&S 的压制和各工艺技术协同到 SMC，使用粉末冶金工艺为小象电机提供软磁零件，积极探索粉末冶金在电机、电控等方面的技术应用。

图 56：轴向磁通单机集成一体化设计实物图



资料来源：小象电动官网，天风证券研究所

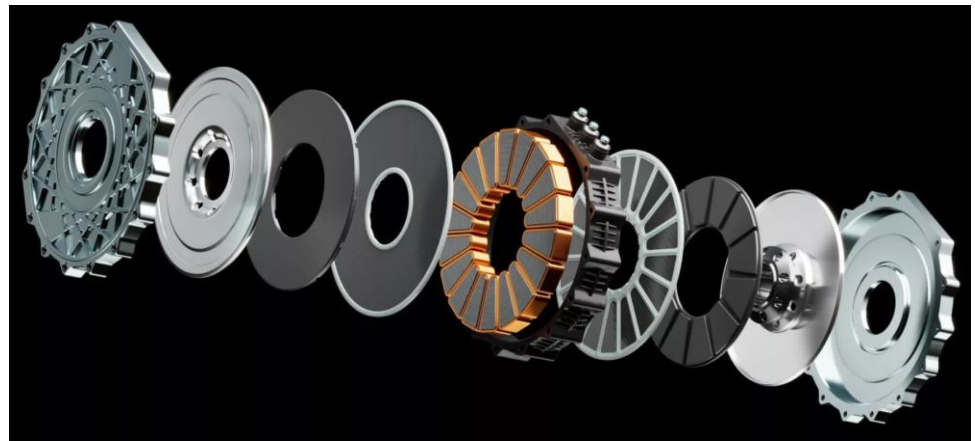
图 57：轴向伺服电机驱动器集成实物图



资料来源：小象电动官网，天风证券研究所

轴向磁通电机性能&节能优势显著，有望推动汽车电动革命。与传统径向磁通电机相比，轴向磁通电机具有体积小、重量轻、高扭矩密度&功率密度、高效率等性能优势，可为新能源汽车提供更加匹配的动力单元及动力总成，有效减少汽车总重解放设计空间，提高汽车的能耗和稳定性。**具体应用方面**，奔驰 Vision One Eleven 概念车、法拉利 SF90 Stradale、296GTB 和迈凯伦 Artura 等高端车型整车驱动系统已搭载轴向磁通电机，轴向磁通电机成为高性能车通往电动化的有效解决方案。**材料方面**，基于应用场景与成本要求，采用 SMC 等高性能材料是降低轴向磁通电机损耗和提升效率的关键路径。伴随行业研究深入、技术不断成熟，有望逐步打破轴向磁通电机制造难度、精度、散热性能要求等瓶颈因素，加速轴向磁通电机量产与在新能源车领域渗透，同时有望驱动 SMC 等高性能电机材料需求。

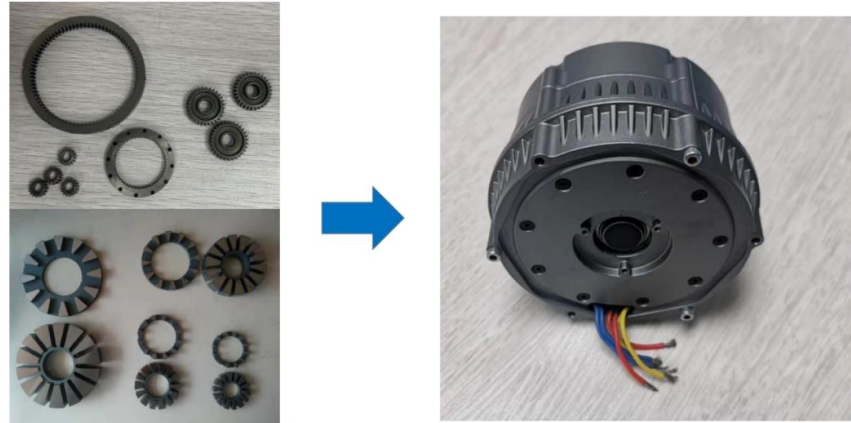
图 58：轴向磁通电机结构图



资料来源：YASA 官网，天风证券研究所

我们认为公司具备 P&S+SMC 的独特技术平台优势，P&S 技术平台已完成轴向磁通电机中部分减速器齿轮样品研发，对小象电动公司的收购有助于公司加强对电机及非车用粉末冶金应用的技术研究，并拓展 SMC 在轴向磁通电机等高端制造领域的应用场景，有望为公司贡献业绩增量。

图 59：公司具有 P&S+SMC 独特技术平台优势



东睦生产的减速器粉末冶金齿轮、软磁复合材料

东睦组装的轴向磁通电机

资料来源：公司公告，天风证券研究所

此外，粉末冶金技术在制氢方面也具备市场潜力：用于制备水电解过程的电极材料；燃料电池金属支撑层或连接板；储存氢气的储氢材料。伴随全球增加使用大量可再生能源发电装备，我们预计氢气产量将逐步提升，2026 年有望增至每年约 40 万吨，粉末冶金市场潜力广阔。公司前期布局浙江氢邦科技有限公司项目，通过宁波东睦广泰持有其 20% 股权，伴随新型储能与氢能支持政策频出，我们认为对氢邦科技持股有望为公司 P&S 制氢应用提供先机，持续开拓 P&S 新应用场景。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测明细

作为国内粉末冶金新材料行业龙头，公司内生+外延并举持续拓展业务版图，形成 P&S+MIM+SMC 为一体的多元化粉末冶金平台型企业，稳占行业制高点。**MIM 方面**，公司跻身行业第一梯队，成功研发生产折叠屏铰链核心零件，进入华为供应链体系，伴随消费电子周期逐步完成筑底，有望充分受益折叠屏手机放量&龙头供应商逻辑；**SMC 方面**，公司产能迅速扩张，发展驶入快车道，同时产业链向上延伸至粉末端保障原料供应，通过产业链一体化布局，盈利能力有望获得进一步提升；**P&S 方面**，公司市场份额稳居国内第一，品牌优势助力全球市场拓展，同时加强对电机&非车用粉末冶金的应用研究，拓展粉末冶金在电机、电控等领域的发展，板块有望保持稳定增长。

“1+1+1”三大业务协同共进，公司营收利润有望保持稳定增长，我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 48.60/58.26/68.49 亿元，归母净利润分别为 3.58/4.50/5.46 亿元。

图 60：公司主营业务预测

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
P&S-粉末压制成形产品	营收 (亿元)	18.20	19.75	21.24	22.94	24.77
	成本 (亿元)	14.58	15.11	16.35	17.66	19.07
	毛利 (亿元)	3.62	4.64	4.88	5.28	5.70
	毛利率	19.9%	23.5%	23.0%	23.0%	23.0%
SMC-软磁复合材料	营收 (亿元)	7.06	10.22	10.62	11.52	13.32
	成本 (亿元)	5.48	8.07	8.34	8.99	10.32
	毛利 (亿元)	1.58	2.15	2.28	2.53	3.00
	毛利率	22.4%	21.1%	21.5%	22.0%	22.5%
MIM-金属注射成形产品	营收 (亿元)	11.54	8.26	16.34	23.40	30.00
	成本 (亿元)	8.94	6.67	11.76	16.85	21.60
	毛利 (亿元)	2.60	1.59	4.58	6.55	8.40
	毛利率	22.6%	19.2%	28.0%	28.0%	28.0%
其他业务	营收 (亿元)	0.46	0.37	0.40	0.40	0.40
	成本 (亿元)	0.05	0.10	0.08	0.08	0.08
	毛利 (亿元)	0.41	0.27	0.32	0.32	0.32
	毛利率	89.4%	74.1%	80.0%	80.0%	80.0%
合计	总营收 (亿元)	37.26	38.60	48.60	58.26	68.49
	YOY	3.7%	3.6%	25.9%	19.9%	17.6%
	总成本 (亿元)	29.05	29.94	36.53	43.57	51.08
	总毛利 (亿元)	8.21	8.66	12.06	14.68	17.41
	毛利率	22.0%	22.4%	24.8%	25.2%	25.4%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

5.2. 投资建议

公司三大业务协同发展，我们选取软磁材料公司铂科新材、云路股份以及金属结构件公司统联精密作为可比公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 2024 年平均 PE 为 26.04x，其中铂科新材 2024 年 PE 为 30.31；根据模型我们测算公司 2024 年 PE 为 25.43，略低于行业平均，远低于铂科新材。作为国内粉末冶金新材料行业龙头，公司三大业务亮点纷呈，多方位优势显著，其中 MIM 主要下游消费电子存在反转预期，折叠屏铰链行业进入壁垒高，公司有望充分受益折叠屏手机放量&龙头供应商逻辑，我们认为应给予公司一定估值溢价，

参考行业平均与铂科新材 PE，我们给予公司 2024 年 PE 28x，对应市值 100.25 亿元，对应目标股价 16.3 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

表 4：可比公司估值比较（数据截至 2024 年 5 月 17 日收盘）

股票代码	公司名称	市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE(倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300811	铂科新材	106.29	3.54	4.70	5.88	30.06	22.60	18.07
688190	云路股份	94.33	3.87	4.75	5.91	24.35	19.85	15.95
688210	统联精密	32.66	1.38	1.91	2.90	23.71	17.08	11.28
	平均值					26.04	19.84	15.10
600114	东睦股份	91.04	3.58	4.50	5.46	25.43	20.21	16.69

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：可比公司（铂科新材、云路股份、统联精密）的归母净利润预测均来自 Wind 一致预期

6. 风险提示

（1）下游市场需求不及预期风险

公司主要服务领域为新能源、5G 通信、智能手机、可穿戴设备、医疗器械、汽车、高效节能家电等，受宏观经济形式、政策、市场价格等因素的影响，下游市场需求或复苏力度可能不及预期。

（2）原材料价格大幅波动风险

原辅材料成本在公司粉末冶金产品的成本中占较大，且随着经济周期和市场的变化，国际大宗原材料价格上涨，已影响到公司铁粉原材料的价格，若原材料价格大幅度波动，对公司的采购和生产经营存在一定程度的不利影响。

（3）生产技术风险

随着软磁复合材料产品结构日趋复杂，及以消费电子为代表的产业领域硬件设计标准日益提高，迫使粉末冶金技术内涵不断丰富，技术层次不断分化，需要材料、工艺、装备和自动化的不断进步，如果公司未能及时赶上并保持领先优势，将会阻碍公司的发展。

（4）项目建设不及预期风险

公司 MIM 资源整合进行中，以及山西东睦磁电“年产 6 万吨软磁材料产业基地”处于建设前期，项目建设具有一定时间周期，在项目实际实施过程中，可能因宏观经济环境影响、报批手续缓慢、工艺技术升级等因素导致项目建设进度不达预期、不能按期达产等风险。

（5）汇率风险

汇率的波动不仅会影响公司开拓国外的高端市场，同时也将影响到公司下游客户产品的出口，从而影响公司的销售目标及业绩目标的实现。

（6）测算具有主观性

本文涉及折叠屏手机铰链及 MIM 件市场空间、公司营收与业绩的测算，相关假设具有一定主观性，仅供参考。

（7）交易异动风险

根据 Wind，公司股票在半年内存在交易异动（24 年 3 月、1 月，23 年 10 月、9 月均有），敬请注意二级市场交易风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	340.90	257.41	388.77	466.04	547.92	营业收入	3,726.34	3,861.08	4,859.61	5,825.50	6,848.98
应收票据及应收账款	980.20	1,079.86	1,490.22	1,604.31	2,025.89	营业成本	2,904.74	2,998.87	3,653.33	4,357.36	5,107.58
预付账款	11.00	10.63	13.87	16.45	18.44	营业税金及附加	32.52	38.68	38.88	46.60	54.79
存货	900.08	909.58	1,234.07	1,359.01	1,659.24	销售费用	53.81	59.70	66.09	79.23	93.15
其他	136.56	306.05	276.37	275.16	332.76	管理费用	212.17	212.51	233.26	279.62	328.75
流动资产合计	2,368.73	2,563.53	3,403.31	3,720.98	4,584.25	研发费用	270.88	277.55	349.89	419.44	493.13
长期股权投资	230.50	259.02	289.02	318.27	347.90	财务费用	93.11	103.58	131.21	157.29	184.92
固定资产	2,502.44	2,508.65	2,201.96	1,895.27	1,588.57	资产/信用减值损失	(23.26)	(38.19)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
在建工程	132.81	202.77	274.07	310.72	327.39	公允价值变动收益	(1.17)	0.00	0.58	(0.29)	0.15
无形资产	376.98	381.53	353.82	328.98	302.63	投资净收益	(14.63)	25.82	25.00	25.00	25.00
其他	867.47	850.65	776.37	699.96	630.88	其他	42.17	(19.38)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	4,110.19	4,202.61	3,895.23	3,553.20	3,197.37	营业利润	156.00	201.94	382.53	480.67	581.81
资产总计	6,482.44	6,769.07	7,298.53	7,274.18	7,781.61	营业外收入	1.34	1.26	1.00	1.00	1.00
短期借款	692.21	72.96	484.10	189.73	295.32	营业外支出	3.02	3.08	3.00	3.00	3.00
应付票据及应付账款	464.35	513.18	621.40	765.39	840.50	利润总额	154.32	200.12	380.53	478.67	579.81
其他	676.31	960.03	895.65	970.42	996.40	所得税	(15.14)	5.95	11.42	14.36	17.39
流动负债合计	1,832.87	1,546.16	2,001.15	1,925.53	2,132.21	净利润	169.45	194.16	369.12	464.31	562.42
长期借款	1,560.98	1,795.24	1,801.83	1,500.00	1,500.00	少数股东损益	13.72	(3.75)	11.07	13.93	16.87
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	155.74	197.92	358.04	450.38	545.55
其他	212.47	504.39	358.43	431.41	394.92	每股收益(元)	0.25	0.32	0.58	0.73	0.89
非流动负债合计	1,773.45	2,299.63	2,160.26	1,931.41	1,894.92						
负债合计	3,610.50	3,850.99	4,161.41	3,856.94	4,027.14	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	358.15	390.92	397.57	405.93	416.05	成长能力					
股本	616.38	616.38	616.38	616.38	616.38	营业收入	3.76%	3.62%	25.86%	19.88%	17.57%
资本公积	1,022.69	899.50	899.50	899.50	899.50	营业利润	235.00%	29.45%	89.43%	25.66%	21.04%
留存收益	868.83	1,005.11	1,219.94	1,490.17	1,817.50	归属于母公司净利润	503.17%	27.08%	80.91%	25.79%	21.13%
其他	5.88	6.16	3.73	5.26	5.05	获利能力					
股东权益合计	2,871.93	2,918.08	3,137.12	3,417.23	3,754.48	毛利率	22.05%	22.33%	24.82%	25.20%	25.43%
负债和股东权益总计	6,482.44	6,769.07	7,298.53	7,274.18	7,781.61	净利率	4.18%	5.13%	7.37%	7.73%	7.97%
						ROE	6.20%	7.83%	13.07%	14.96%	16.34%
						ROIC	5.80%	5.96%	10.01%	11.41%	14.50%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	55.70%	56.89%	57.02%	53.02%	51.75%
净利润	169.45	194.16	358.04	450.38	545.55	净负债率	83.36%	80.01%	80.25%	55.48%	50.44%
折旧摊销	340.97	363.00	332.91	333.06	333.06	流动比率	1.29	1.65	1.70	1.93	2.15
财务费用	94.72	105.55	131.21	157.29	184.92	速动比率	0.80	1.07	1.08	1.23	1.37
投资损失	11.90	(29.04)	(25.00)	(25.00)	(25.00)	营运能力					
营运资金变动	(262.53)	(271.97)	(678.21)	27.93	(667.45)	应收账款周转率	3.82	3.75	3.78	3.77	3.77
其它	(45.01)	(66.53)	11.66	13.64	17.02	存货周转率	4.50	4.27	4.53	4.49	4.54
经营活动现金流	309.50	295.17	130.62	957.31	388.11	总资产周转率	0.59	0.58	0.69	0.80	0.91
资本支出	558.12	149.77	215.77	(34.80)	53.18	每股指标(元)					
长期投资	3.43	28.51	30.00	29.26	29.63	每股收益	0.25	0.32	0.58	0.73	0.89
其他	(904.97)	(422.36)	(277.98)	11.45	(58.65)	每股经营现金流	0.50	0.48	0.21	1.55	0.63
投资活动现金流	(343.42)	(244.08)	(32.21)	5.91	24.15	每股净资产	4.08	4.10	4.44	4.89	5.42
债权融资	298.62	(246.29)	183.02	(701.74)	(105.21)	估值比率					
股权融资	(255.46)	(122.91)	(150.08)	(184.20)	(225.17)	市盈率	58.46	46.00	25.43	20.21	16.69
其他	(81.96)	260.29	0.00	0.00	0.00	市净率	3.62	3.60	3.32	3.02	2.73
筹资活动现金流	(38.80)	(108.91)	32.95	(885.94)	(330.38)	EV/EBITDA	9.10	12.81	13.15	10.99	9.80
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	14.52	19.87	20.91	16.31	13.80
现金净增加额	(72.72)	(57.82)	131.36	77.27	81.88						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com