



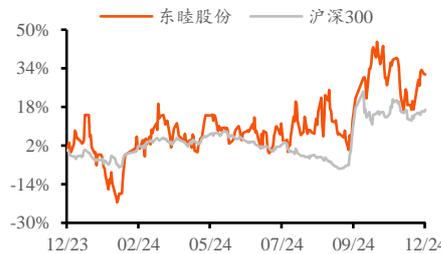
买入(首次)

行业：电子
日期：2024年12月11日
分析师：陈宇哲
E-mail: chenyzhe@yongxingsec.com
SAC编号: S1760523050001
联系人：林致
E-mail: linzhi@yongxingsec.com
SAC编号: S1760123070001

基本数据

12月10日收盘价(元) 17.52
12mthA股价格区间(元) 10.40-20.15
总股本(百万股) 616.38
无限售A股/总股本 100.00%
流通市值(亿元) 107.99

最近一年股票与沪深300比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

相关报告:

新材料平台型领军企业，折叠屏铰链加速放量
——深耕宁波系列之东睦股份深度报告

核心观点

24H1 营收稳步向好，盈利能力提升。东睦股份是世界领先的粉末压制成形(P&S)制造企业，是中国领先的软磁复合材料(SMC)和金属注射成形(MIM)的制造企业。2024H1 公司营收 23.53 亿元，同比+33.50%；归母净利润 1.90 亿元，同比+431.53%，营收及利润均大幅增长。汽车零部件销售占 P&S 的 75.72%，达 8.41 亿元，同比+28.42%，家电零件营收占 P&S 的 20.27%，达 2.25 亿元，同比+23.97%。SMC 收入虽同比-6.52%，但从 24Q1 起已企稳回升，并在 24Q2 单季实现 2.76 亿元，创历史新高。MIM 技术平台产品主要应用于消费电子行业。我们预计未来公司营收或将持续提升，盈利能力持续向好。

折叠屏持续迭代放量加速，MIM 件有望持续贡献弹性。2022 年全球金属粉末注射成型 MIM 市场规模大约为 257 亿元，预计 2029 年将达到 502 亿元，2023-2029 年 CAGR 约为 10.7%。折叠机型其关键部件之一为铰链，铰链零件采用 MIM 技术制造。预计 2024-2028 年，折叠屏手机出货量将以 30% 的 CAGR 增长至 5100 万台。公司拥有连云港、上海以及东莞三大金属粉末注射成型产品生产基地，为 3C 终端客户进行配套，是中国金属粉末注射成型代表企业。2024 上半年，MIM 业务收入同比+101.11%，紧随大客户新产品上市的节奏，已配备 5 条折叠机模组生产线，每条折叠机模组生产线具备 6 万条/月的生产能力。公司通过增资入股 A 公司，切入钛合金领域并与 MIM 业务产生良性互动。我们认为，公司 MIM 产量能力优秀，技术实力强大，已导入部分国内外知名客户，随着公司 MIM 新产品逐步推出，公司业绩有望长期受益。

SMC 和 P&S 业务稳健发展，收购小象电动实现资源互补。P&S 全球市场规模 2022-2027 预计将从 278 亿美元增至 340 亿美元，公司在 P&S 行业市占率较高，是龙头之一。机器人的发展为 P&S 制造机器人用减速器齿轮提供了机遇，公司 P&S 业务有望受益。SMC 全球市场规模 2022 年达 43.21 亿元，至 2028 年或将达到 60.68 亿元，2022-2028 年 CAGR 约为 5.82%。公司 SMC 新产能投放顺利，产能达 7 万吨/年；研发进展顺利，2023 年研发 4 款高性能软磁复合材料。2024 年，宁波东睦广泰以现金人民币 1080.00 万元收购深圳小象电动公司 10.00% 股权，合计持有 22.00% 股权。我们认为，小象电动可加强公司对电机及非车用粉末冶金应用的技术研究，公司 P&S、SMC 等亦可赋能解决电机生产工艺难题。随着双方协作加深，公司或将长期受益。

投资建议

首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别实现 4.06 亿元、5.11 亿元、6.27 亿元，对应 EPS 分别为 0.66 元、0.83 元、1.02 元。对应 2024-2026 年 PE 值分别为 26.60 倍、21.15 倍、17.21 倍。我们看好公司在粉末冶金和软磁材料行业在周期出现复苏后迎来需求提升，同时受益于折叠屏新机型陆续发布、加速放量，叠加钛合金外观件产品方案带来的 mim 工艺产品需求增加，通过持续提升公司在客户端的市占率产品进一步打开成长空间。

风险提示

下游周期波动、国产替代不及预期、产品开拓新技术不及预期的风险

盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,861	5,038	6,129	7,437
年增长率(%)	3.6%	30.5%	21.6%	21.3%
归属于母公司的净利润	198	406	511	627
年增长率(%)	27.1%	105.2%	25.8%	22.9%
每股收益(元)	0.32	0.66	0.83	1.02
市盈率(X)	48.41	26.60	21.15	17.21
净资产收益率(%)	7.8%	13.8%	14.8%	15.4%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (2024 年 12 月 10 日收盘价)

正文目录

1. 粉末冶金新材料龙头，技术力量雄厚	4
1.1. 专注粉末冶金，三大平台齐力发展	4
1.2. 股权架构稳定，管理层重视技术创新	5
1.3. 营业收入稳步向好，盈利能力逐步提升	6
1.4. 收购小象电动股权，投资钛合金相关公司	10
2. 折叠屏持续迭代放量加速，MIM 件有望持续贡献弹性	12
2.1. MIM 是高质量精密零件关键技术之一	12
2.2. 2029 年全球 MIM 市场或达 257 亿元	14
2.3. 公司属于 MIM 第一梯队，国产替代进程或加速	16
2.4. MIM 业务增速亮眼，折叠屏铰链与钛合金或带来新增量	17
3. 公司 SMC 产能持续扩张，研发进展顺利	20
3.1. SMC 可满足电子产品高频和小型化需求	20
3.2. 2028 年全球 SMC 市场规模或达 60.68 亿元	20
3.3. 中国 SMC 市场国产替代空间较大	20
3.4. SMC 产能达 7 万吨/年，研发进展顺利	21
4. P&S 业务稳健发展，持续拓宽护城河	23
4.1. 粉末冶金工艺属于近净成型工艺，尺寸精度高	23
4.2. 2030 年 P&S 中国市场规模或达 307.81 亿元	23
4.3. 公司是 P&S 龙头之一，国内市占率超 1/4	24
4.4. 24H1 公司 P&S 营收毛利双增长，机器人或带来新需求	24
5. 盈利预测与投资建议	25
6. 风险提示	27

图目录

图 1: 东睦股份发展历程	5
图 2: 2023 年东睦股份股权结构	6
图 3: 2019-2024H1 东睦股份营业收入情况	7
图 4: 2019-2024H1 东睦股份净利润情况	7
图 5: 2019-2024H1 东睦股份按产品营收情况	8
图 6: 2019-2024H1 东睦股份按产品毛利率情况	9
图 7: 2019-2024H1 东睦股份研发支出情况	9
图 8: 2021-2023 东睦股份员工学历情况	10
图 9: 2019-2024H1 东睦股份销售费用情况	10
图 10: 2019-2024H1 东睦股份管理费用情况	10
图 11: 金属注射成型 (MIM) 工艺流程	13
图 12: 金属注射成型 (MIM) 应用领域	14
图 13: 2022-2029E 全球 MIM 市场规模情况	14
图 14: 2020-2026E 中国 MIM 市场规模情况	14
图 15: 2023-2029E 全球金属注射成型零件 (MIM 零件) 市场规模情况	15
图 16: 2022 年中国 MIM 市场按应用划分占比情况	16
图 17: 2023-2028E 全球折叠屏手机出货量情况	18
图 18: 折叠屏手机铰链示意	18
图 19: 2019-2024H1 东睦股份 MIM 产品营收与毛利率情况	19
图 20: 2022-2028E 全球 SMC 市场规模情况	20
图 21: 东睦科达-覆盖从铁粉芯到高性能铁镍磁粉芯	21
图 22: 合金环形磁粉芯	22
图 23: 合金特殊形状磁粉芯	22
图 24: 2019-2024H1 东睦股份 SMC 产品营收与毛利率情况	22
图 25: 2022-2030E 中国粉末冶金市场规模情况	23

图 26: 2022-2027E 全球粉末冶金市场情况.....23
图 27: 2019-2024H1 东睦股份 P&S 业务营收与毛利率情况24

表目录

表 1: 金属注射成型 (MIM) 工艺特点.....13
表 2: 公司分业务收入、成本、增速与毛利率预测 (单位: 百万元)26

1. 粉末冶金新材料龙头，技术力量雄厚

1.1. 专注粉末冶金，三大平台齐力发展

东睦新材料集团股份有限公司是中国粉末冶金新材料行业的龙头企业。根据公司官网，东睦新材料集团股份有限公司作为中国粉末冶金新材料行业的龙头企业，是世界领先的粉末压制成形（P&S）制造企业，是中国领先的软磁复合材料（SMC）制造企业，也是中国领先的金属注射成形（MIM）制造企业。我们认为，公司聚焦新材料及其制品的制造，技术力量雄厚。

公司产品分三大类别，产品丰富，下游应用广泛。根据公司招股说明书，公司主营业务为设计、生产、销售各种粉末冶金制品。根据公司官网资料，东睦集团以 P&S、SMC 和 MIM 三大新材料技术平台为基石，致力于为新能源和高端制造提供最优新材料解决方案及增值服务。产品为绿色环保、节能节材的粉末冶金新材料核心零部件，已覆盖新能源、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）粉末冶金制品

根据公司年报及官网信息，粉末冶金是一种先进的金属成形技术，通过制取金属或非金属粉末（或金属粉末与非金属粉末的混合物）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的工艺技术，与传统工艺相比，具有节能、节材、节省劳动力、环保、近净成形、个性化、一致性好等优势。粉末冶金零部件在汽车中的应用广泛，其中汽车底盘中有减振器零件、导向器、活塞和低阀座；制动系统中有 ABS 传感器、刹车片等；泵类零件主要有燃油泵、机油泵和变速器泵中关键零部件；发动机中有导管、座圈、连杆、轴承座、可变气门正时系统（VVT）关键零部件和排气管支座等；变速器中有同步毂和行星齿轮架等零件。同时，汽车制造业是 MIM 的最大用户，最典型用途是高温、高耐磨性发动机零件和变速箱零件。

（2）消费电子产品

根据公司官网信息，电子仪器产业是 MIM 零件的主要应用领域，在亚洲约占 MIM 零件销售额的 50%。电子器件的微型化需要生产成本较低的，性能较好的，更小的零件，这正是 MIM 零件的优势所在。光纤接头，消费电子类的 hinge 系列，手机卡托、按键、镜头圈、LED 圈、转轴。在电子行业中诸如磁盘驱动器部件、电缆连接器、电子封装件、手机振子、计算机打印头等也常用 MIM 产品。

（3）软磁材料

根据公司官网信息，软磁具有低矫顽力的磁性材料，亦称高导磁材料。在电力工业中用于制造电机、变压器等电器设备的铁芯。在电子工业中用于制造各种磁性元件，广泛应用于电视、广播和通信等方面。磁粉芯是由铁磁性粉粒与绝缘介质混合压制而成的一种软磁材料。由于铁磁性颗粒很小，又

被非磁性电绝缘膜物质隔开，因此，一方面可以隔绝涡流，材料适用于较高频率；另一方面由于颗粒之间的间隙效应，导致材料具有低导磁率及恒导磁特性；又由于颗粒尺寸小，基本上不发生集肤现象，磁导率随频率的变化也就较为稳定。主要用于高频电感，UPS 电源，光伏发电，新能源车驱动电机等。

我们认为，东睦股份扎根新能源和高端制造领域，致力于高新技术产品的开发和研制，公司生产设备先进，配套齐全，具备成熟的冶金制品生产能力，制品应用广泛，远销海外，整体发展态势良好。

1.2. 股权架构稳定，管理层重视技术创新

公司从事新材料及其制品的研发、生产、销售及其增值服务，已成为机械工业大型重点骨干企业。根据公司官网，东睦股份起源是宁波粉末冶金厂，前身为 1994 年与睦特殊金属工业株式会社合资成立的宁波东睦粉末冶金有限公司，1995 年公司实施“九五”技术改造，2000 年公司实施“十五”技术改造，2002 年公司荣获“国家重点高新技术企业”称号，2004 年公司在上海证券交易所上市，公司控股子公司——山西东睦华晟粉末冶金有限公司成立，2010 年公司获授国家级“博士后科研工作站”，2022 年公司通过收购取得德清鑫晨新材料有限公司 100% 股权，延伸产业链。

图1:东睦股份发展历程

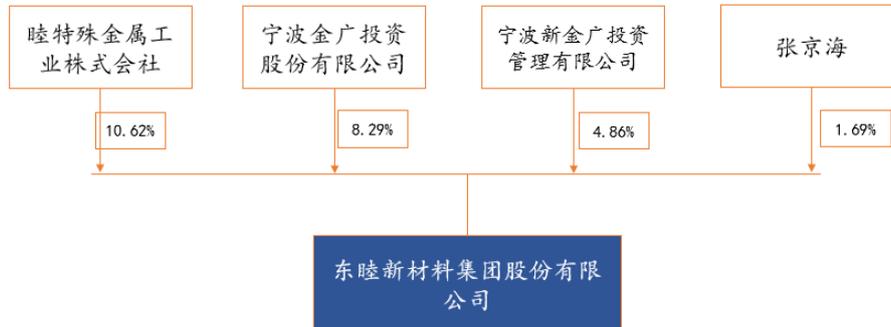


资料来源：公司公告、公司官网，甬兴证券研究所

公司股权结构适度集中，高管深耕粉末冶金行业。根据公司招股说明书，我们认为公司股权结构适度集中，公司决策倾向于多元化。朱志荣先生担任公司董事长，为高级经济师，曾任宁波东睦粉末冶金有限公司财务部部长，公司副总经理兼财务总监、财务部部长。2014 年被评为“第十三届宁波市优秀企业家”，2015 年被评为年度浙江省杰出职业经理人“金马奖”，2019 年被评为“2016~2018 年度鄞州区劳动模范”，2021 年被评为省级“培养工程”专家、“宁波市百名创新人才”、2021 年中国机电工业年度创新人物，2021 年被聘为昆明理工大学兼职教授。2018 年起担任公司党委书记。

现担任中国机械通用零部件工业协会粉末冶金分会会长，中国机械通用零部件工业协会副理事长。2019年8月6日起任公司董事长。我们认为，公司股权架构稳定，高管深耕粉末冶金行业，公司有望长期受益。

图2:2023年东睦股份股权结构



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

公司拥有一支高素质的新材料开发设计、制造工艺设计组合、专用模具设计工程人员队伍，研发优势明显。根据公司年报，公司设立了国家级企业技术中心、国家认可实验室、博士后科研工作站、浙江省东睦新材料粉末冶金重点企业研究院，并与国内著名高校建立了良好的校企合作关系，为东睦股份打造优秀高效的管理与研发制造团队奠定了坚实的基础。母公司及所有子公司均为国家高新技术企业，公司的P&S、MIM、SMC三大板块业务在行内都具有突出的研发优势。公司以粉末压制成形P&S、软磁复合材料SMC和金属注射成形MIM三大新材料技术平台为基石，充分发挥三大技术平台在技术、客户和管理等方面的协同优势，具备了较强的技术吸收消化和再创新能力，具备了根据应用需求设计各种新产品，帮助应用端提升产品力和性价比优势的能力。

1.3. 营业收入稳步向好，盈利能力逐步提升

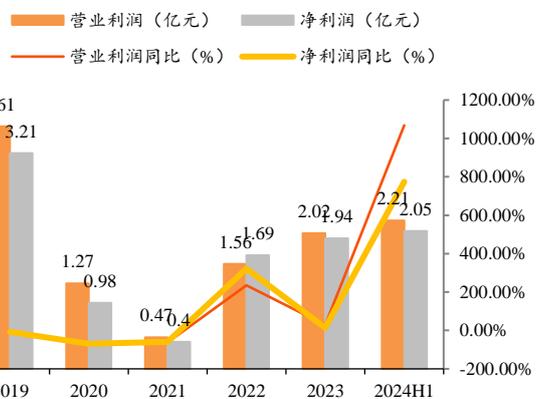
2024H1 公司营收 23.53 亿元，同比+33.50%；归母净利润 1.90 亿元，同比+431.53%，营收及利润均大幅增长。根据公司 2024 年半年报，2024 上半年公司实现营业收入 23.53 亿元，较上年同期增长 33.50%；归属于上市公司股东的净利润 1.90 亿元，较上年同期增长 431.53%。公司 P&S 技术平台产品主要供给国内外汽车行业中高端客户，2024 上半年，汽车零件销售占公司 P&S 主营业务收入的 75.72%，达 8.41 亿元，同比增长 28.42%，家电零件营收占公司 P&S 主营业务收入的 20.27%，达 2.25 亿元，同比增长 23.97%。2024 上半年，SMC 主营业务收入虽同比下降 6.52%，但从第一季度起已企稳回升，并在第二季度单季实现 2.76 亿元，创历史新高。公司 SMC 技术平台产品主要应用于新能源行业，光伏领域销售收入占公司 SMC 主营业务收入的 35.94%，新能源汽车领域 SMC 技术平台销售占公司 SMC 主营

业务收入的 16.46%。同时公司顺应了算力建设发展，2024 上半年 SMC 实现芯片电感和服务器电源软磁材料销售收入 5,229 万元。公司 MIM 技术平台产品主要应用于消费电子行业。自 2021 年以来，消费电子行业景气度持续低迷，但从 2023 年第三季度起，消费电子行业景气度有一定程度的回升，公司 MIM 技术平台主营业务收入逐季企稳回升。2024 上半年，MIM 主营业务收入同比增长 101.11%，紧随大客户新产品上市节奏，已配备 5 条折叠机模组生产线。

2023 年公司营收同比增长，盈利能力稳步回升。根据企业年报，2023 年公司 P&S、SMC 技术平台营业收入创历史同期最高记录，MIM 技术平台下半年因下游消费电子行业回暖和大客户折叠机项目上量影响，营业收入企稳回升。2023 年，公司营业收入达到 38.61 亿元，同比增长 3.62%，第三、四季度单季度营业收入连续突破 10 亿元；归属于上市公司股东的净利润为 1.98 亿元，同比增长 27.08%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 1.49 亿元，同比增长 6.81%。2023 年，公司前五名客户销售额 54,764.89 万元，占年度销售总额 14.32%；其中前五名客户销售额中关联方销售额为零，不存在向单个客户的销售比例超过总额的 50%、前 5 名客户中存在新增客户的或严重依赖于少数客户的情形。**我们预计 2024 年全年公司营收或将持续提升，盈利能力持续向好。**

图3:2019-2024H1 东睦股份营业收入情况


资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图4:2019-2024H1 东睦股份净利润情况


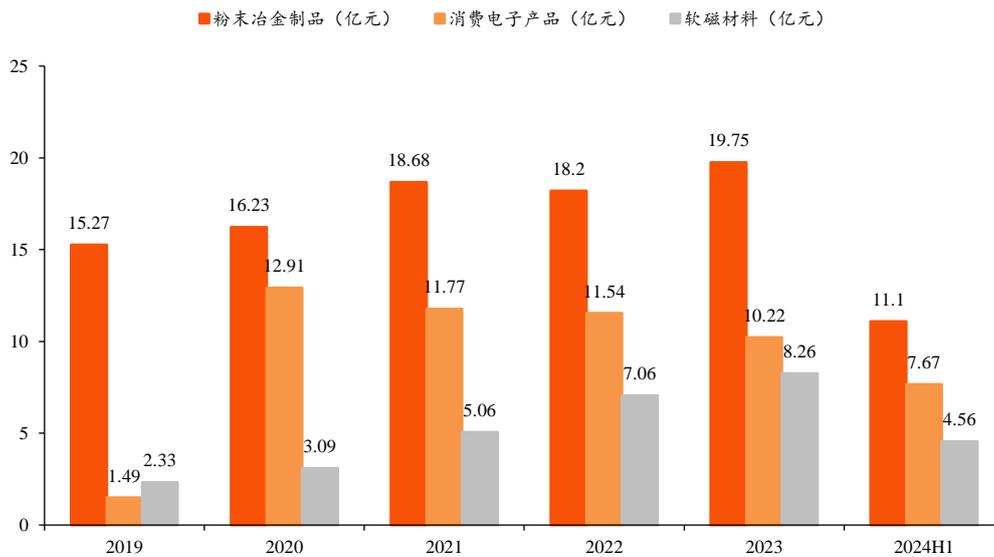
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

公司持续推动技术创新和降本增效，抓住行业发展机遇，实现高质量发展。根据公司 2023 年年报，公司紧紧围绕“以粉末压制成形 P&S、软磁复合材料 SMC 和金属注射成形 MIM 三大新材料技术平台为基石，致力于为新能源和高端制造提供最优新材料解决方案及增值服务”的发展战略，充分发挥三大技术平台在技术、客户和管理等方面的协同优势，持续推动技术创新和降本增效等工作，实现了全年高质量发展。2023 年内公司紧紧抓住汽车、新能源汽车、光储、消费电子等行业发展机遇，营业收入和归属于上市公司股东的净利润实现了双增长，第四季度单季度营业收入 10.79 亿

元。2023 年，受益于汽车行业、光伏、储能等行业发展机遇，带动公司粉末冶金压制成形 P&S 和软磁复合材料 SMC 销售收入增长，生产量和销售量均有所增长；MIM 技术平台虽然自第三季度以来，因下游消费电子行业回暖和大客户折叠机项目上量，销售收入企稳回升，但受上半年下游市场景气度低迷影响，MIM 技术平台全年销售收入同比减少，生产量及销售量均有所减少。

从产品结构上来看，公司推进消费电子产品占比持续提升，利润水平稳中向好。根据公司年报，2023 年，公司主营业务按产品分为粉末冶金制品、软磁材料和消费电子产品；粉末冶金制品销售额和软磁材料销售额均达历史新高，分别为 19.75 亿元和 8.26 亿元，占全部主营业务收入的 51.65% 和 21.61%，对比 2019 年增长 29.34% 和 254.51%；消费电子产品销售额为 10.22 亿元，占全部主营业务收入的 26.74%，对比 2019 年已增长 585.91%。我们认为，公司持续提升消费电子产品占比，聚焦于粉末冶金行业，盈利能力未来或将持续改善。

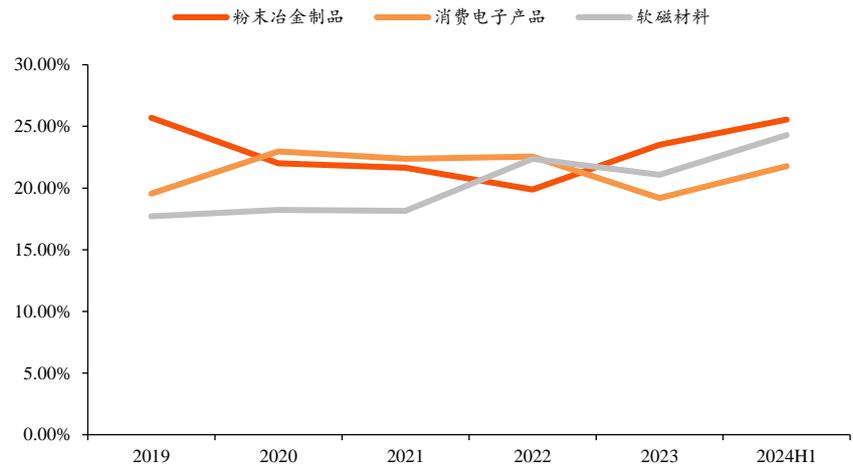
图5:2019-2024H1 东睦股份按产品营收情况



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

2019 年至 2023 年，公司三大类产品毛利率小幅波动，我们认为未来毛利水平将相对稳定或小幅上升。2023 年公司粉末冶金制品毛利率为 23.51%；消费电子产品毛利率为 19.19%；软磁材料毛利率为 21.08%。

图6:2019-2024H1 东睦股份按产品毛利率情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

公司重视技术创新，持续推进产品研发。根据公司年报，2023 年研发投入达到 2.78 亿元，占营业收入的比例为 7.19%，2023 年公司获得授权专利数量共计 852 项，其中发明专利授权 203 项，实用新型专利授权 609 项，软件著作权 40 项，另有集成电路布图设计专有权 2 项。2023 年，公司创新式开发钛合金大批量生产的工艺技术，为公司未来拓展钛合金大规模用于消费电子、医疗等领域奠定坚实基础；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，实现由折叠机 MIM 零件向 MIM 零件+模组的跨越式发展。此外，公司研发出 4 款新一代高性能的软磁复合材料，布局新型轴向磁通电机项目，并促进公司高性能铁镍系和铁硅系产品逐步推广运用，顺应算力建设的发展。

图7:2019-2024H1 东睦股份研发支出情况

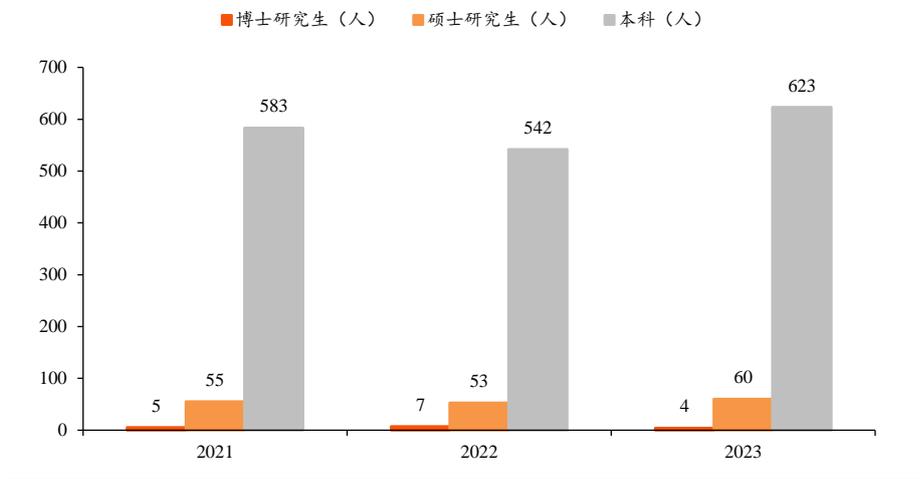


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

公司研发人员以本科生为主，年龄结构平衡良好。硕士研究生和本科生构成了公司员工的核心力量，博士研究生占比较低。2021-2023 年，员工

中本科生数量略有下降，博士研究生和硕士研究生数量保持相对稳定。我们认为，公司员工以高学历人才为主，在年龄结构上保持良好的平衡，兼具创新活力和丰富经验。

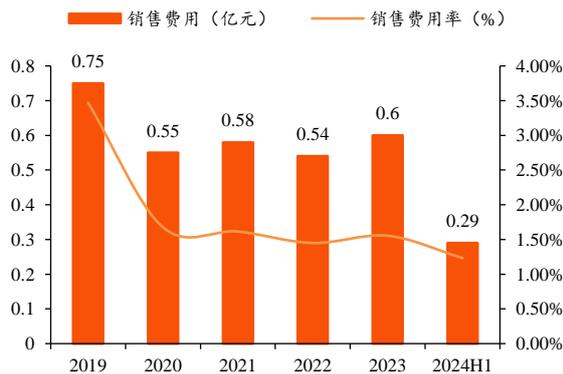
图8:2021-2023 东睦股份员工学历情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

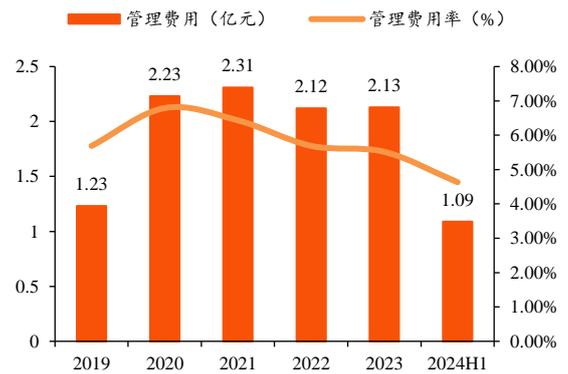
2020年后销售费用小幅波动，管理费用率有下降趋势。2023年，销售费用增加主要系业务招待费、业务宣传费、展览费及广告费等增加所致；管理费用变动原因为：虽然销售收入增加，但公司管理费用无明显变动，主要系降本增效措施实施以及前期并购评估增值资产折旧摊销减少等所致。我们认为，公司未来销售费用和管理费用小幅波动，销售费用率相对稳定，管理费用率呈下降趋势。

图9:2019-2024H1 东睦股份销售费用情况



资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

图10:2019-2024H1 东睦股份管理费用情况



资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

1.4. 收购小象电动股权，投资钛合金相关公司

公司持续对外投资，2024年收购深圳小象电动10%股权。宁波东睦广泰是公司的联营企业，标的公司深圳小象电动公司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，研发生产的轴向磁场电机相对于传

统径向磁场电机具有体积小、重量轻和效率高等显著特点，特别适用于对体积重量有特殊要求的应用领域。

根据公司公告，2023年，公司联营企业宁波东睦广泰以现金人民币240.00万元收购深圳小象电动公司3.00%股权，持有深圳小象电动公司12.00%股权。此次交易有利于加强业务沟通协作，提供管理支持，实现双方资源互补，符合公司“以粉末压制成形P&S、软磁复合材料SMC和金属注射成形MIM三大新材料技术平台为基石，致力于为新能源和高端制造提供最优新材料解决方案及增值服务”的发展战略。

2024年，宁波东睦广泰以现金人民币1,080.00万元收购深圳小象电动公司10.00%股权，合计持有深圳小象电动公司22.00%股权。此次交易进一步提升公司对深圳小象电动公司的影响力。此外，深圳小象电动公司将充分发挥在聚能磁轴向磁通电机及控制算法等方面的核心技术优势，公司将发挥材料、制造、营销等方面优势，并在宁波工厂内改建场地约1,000平方米，专门组建轴向磁通电机装配生产线。

我们认为，小象电动不仅可加强公司对电机及非车用粉末冶金应用的技术研究，公司P&S、SMC等业务亦可赋能解决电机生产工艺难题。随着双方协作加深，有望实现双方资源互补，公司或将长期受益。

宁波东睦广泰投资钛合金相关公司，有助于MIM业务发展。根据公司公告，2024年7月9日，东睦新材料集团股份有限公司联营企业宁波东睦广泰企业管理合伙企业签订了《增资协议》，其拟以现金人民币120.00万元向一家新材料公司进行增资入股，其中52.63万元计入A公司注册资本，67.37万元计入A公司资本公积，增资完成后，A公司注册资本由1,000.00万元变更为1,052.63万元，宁波东睦广泰将持有A公司5%的股权。A公司拥有自主研发的增材制造粉体制备和注射成形喂料生产的核心技术，并拥有金属和非金属高性能粉体材料的设计、研发的技术团队。A公司产品包括钛及钛合金粉末，钽、铌、钨、钼等难熔金属及合金粉末、磁性材料粉末、碳化硅粉末和磷酸铁锂粉末等，以及粉末注射成形喂料，广泛应用于注射成形、增材制造和喷涂等先进制造领域。相对于传统工艺生产的产品具有生产流程短、节能、效率高和成本低的显著特点，在3C产品、新能源汽车、机器人和无人机等领域，为客户提供高性能、低价格的增材制造粉体和注射成形喂料解决方案。我们认为，公司增资入股钛合金相关的A公司，有助于公司金属注射成型业务进一步发展。

2. 折叠屏持续迭代放量加速，MIM 件有望持续贡献弹性

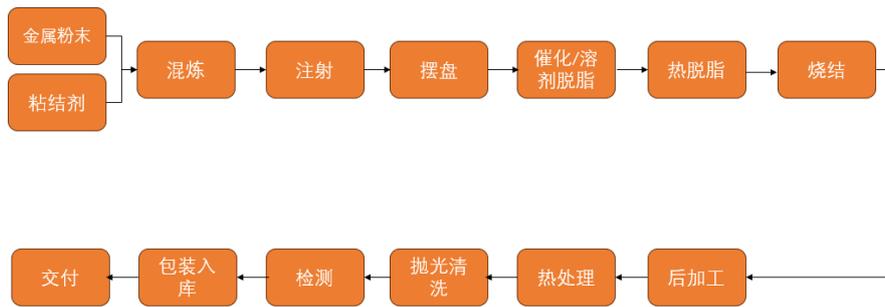
2.1. MIM 是高质量精密零件关键技术之一

金属注射成型是一种新的零部件加工技术。根据迪索共研咨询，金属注射成型（Metal Injection Molding, MIM）是一种新的零部件制备技术，它是将塑料注射成型技术引入到粉末冶金领域而形成的一种全新的零部件加工技术。塑料注射成型技术能生产出各种形状复杂且价格低廉的塑料制品，但塑料制品强度不高，为了改善其性能，在塑料中添加金属粉末以得到强度较高、耐磨性好的制品。现在这一想法已发展为最大限度地提高固体粒子含量，并在随后的脱脂烧结过程中完全去除粘结剂，从而使成形坯致密化。这种新的粉末冶金成型方法被称为金属注射成型。金属粉末注射成型技术是一门新型近终成型技术。

它是集塑料注塑成型工艺学、高分子化学、粉末冶金工艺学和金属材料学等多学科相互渗透交叉的产物，利用模具可注射成型坯件并通过烧结快速制造高密度、高精度、高强度、三维复杂形状的结构零件，尤其是一些形状复杂利用机械加工等工艺方法无法加工或难以加工的小型零件，MIM 技术可以自如完成，而且具有成本低、效率高、一致性好等优点，易形成批量生产，因此深受业内人士的青睐。经过 20 多年的努力，MIM 已成为国际粉末冶金领域发展迅速、最有前途的一种新型近终成形技术。

金属注射成型（MIM）生产产品具备自由度高、密度均匀、精度高、原材料利用率高等特点。根据富驰高科官网介绍，零部件几何形状的自由度高，能像生产塑料制品一样，一次成形生产形状复杂的金属零部件。MIM 产品密度均匀、光洁度好，表面粗糙度可达到 Ra0.80~1.6 μ m，重量范围在 0.1~200g。尺寸精度高（ $\pm 0.1\%$ ~ $\pm 0.3\%$ ），一般无需后续加工。适用材料范围宽，应用领域广，原材料利用率高，生产自动化程度高，工序简单，可实现连续大批量生产。产品质量稳定、性能可靠，制品的相对密度可达 95%~99%，可进行渗碳、淬火、回火等热处理。产品强度、硬度、延伸率等力学性能高，耐磨性好，耐疲劳，组织均匀。从流程上来看，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，经制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11:金属注射成型 (MIM) 工艺流程



资料来源：富驰高科官网，甬兴证券研究所

MIM 技术结合了粉末冶金与塑料注射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，同时利用了塑料注射成形技术能大批量、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。

表1:金属注射成型 (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，甬兴证券研究所

金属注射成型 (MIM) 零件已在汽车、电子、医疗、航空航天等多个高端制造领域展现出显著的应用价值。根据中国产业调研网报告，MIM 其以复杂形状零件的高效精密制造能力而备受青睐，特别是在汽车产业中，MIM 零件广泛应用于涡轮增压系统、燃油喷射系统、传动部件、安全装置等关键部位，实现了复杂结构的一体化成形和大批量生产。此外，MIM 技术在折叠屏手机转轴等新兴消费电子产品零部件制造中也展现出重要地位。技术层面，新型 MIM 工艺如金属粉末注射成型 (MPIF)、金属注射成形+热等静压 (MIM+HIP) 等不断涌现，进一步提升产品的致密度、强度和性能一致性。

我们认为，MIM 零件的发展前景将围绕技术创新与市场需求的深度融合展开。根据中国产业调研网报告，一方面，随着对轻量化、微型化、功能集成化要求的不断提升，MIM 工艺将在更多高附加值、高性能零部件的设计与制造中发挥核心作用，特别是在新能源汽车、医疗器械、5G 通信设备等领域有望实现更深层次的应用渗透。另一方面，新材料的研发与应用将推动 MIM 零件的性能边界拓展，如高强度、耐高温、生物兼容性等特性的

金属粉末材料将拓宽 MIM 的应用场景。

图12:金属注射成型 (MIM) 应用领域



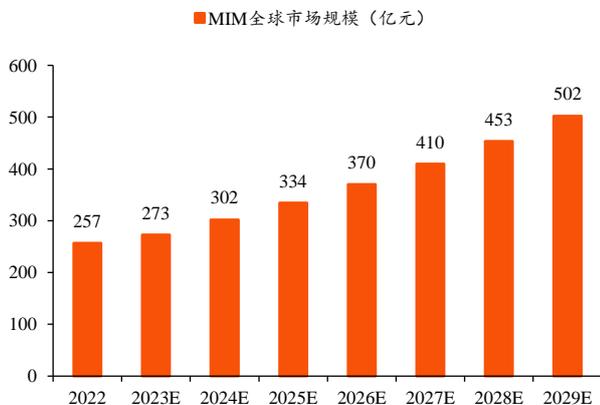
资料来源：富驰高科官网，甬兴证券研究所

2.2. 2029 年全球 MIM 市场或达 257 亿元

预计 2029 年全球 MIM 市场规模大约为 257 亿元。根据 QYResearch 调研显示，2022 年全球金属粉末注射成型 (MIM) 市场规模大约为 257 亿元 (人民币)，预计 2029 年将达到 502 亿元，2023-2029 期间年复合增长率 (CAGR) 为 10.7%。

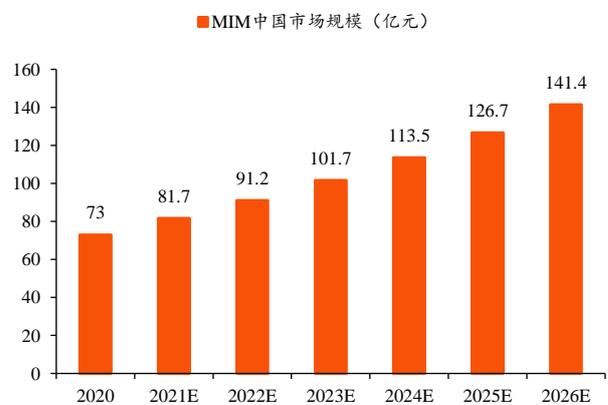
中国 MIM 市场规模逐年增加，2026 年将达 73 亿元。根据华经情报网援引中国钢协粉末冶金分会数据，2020 年我国 MIM 行业市场规模为 73 亿元，较上年同比增长 8.96%，预计 2026 年将达到 141.4 亿元 2020-2026 年均复合增长率为 11.6%。

图13:2022-2029E 全球 MIM 市场规模情况



资料来源：QYResearch，甬兴证券研究所

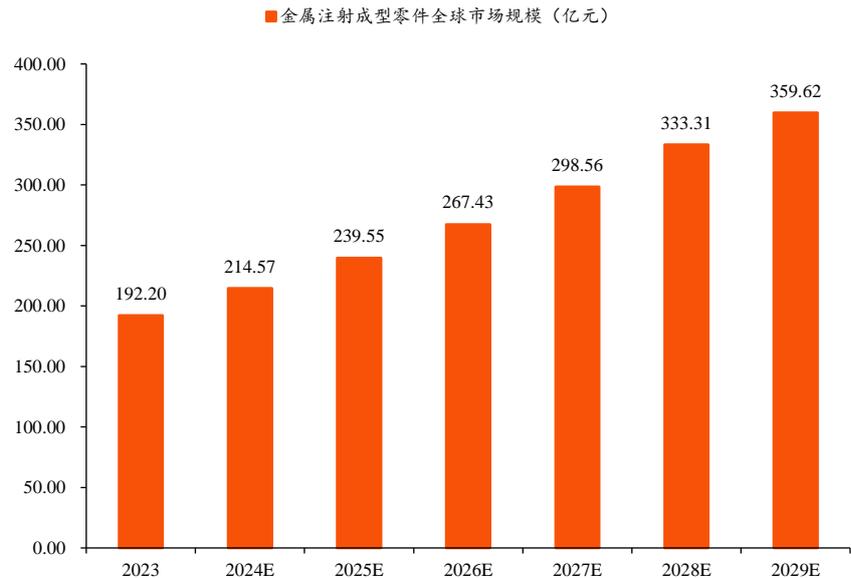
图14:2020-2026E 中国 MIM 市场规模情况



资料来源：华经情报网，甬兴证券研究所

预计 2029 年，全球金属注射成型零件市场规模将达 359.64 亿元。从金属注射成型零件（MIM 零件）市场规模趋势来看，2023 年中国金属注射成型零件（MIM 零件）市场规模达 12.17 亿元（人民币）。针对全球金属注射成型零件（MIM 零件）市场，贝哲斯咨询预测，2023-2029 年金属注射成型零件（MIM 零件）市场规模将从 192.2 亿元增长至 359.64 亿元，CAGR 大约为 11.64%。

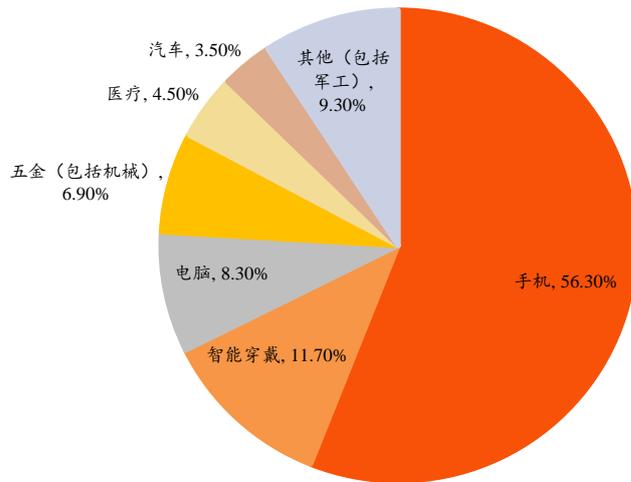
图15:2023-2029E 全球金属注射成型零件（MIM 零件）市场规模情况



资料来源：贝哲斯咨询，甬兴证券研究所

从下游应用来看，中国 MIM 的市场应用主要分布在消费电子领域。根据中商情报网，手机继续保持着最大份额但略有下降，电脑、智能穿戴及涉军工类产品占比则大幅度增加，医疗及汽车类产品略有上升，五金机械类产品则明显下降。以销售额为基准应用领域占比：手机 56.3%，智能穿戴 11.7%，电脑 8.3%，五金（包括机械）6.9%，医疗 4.5%，汽车 3.5%，其它（包括军工）9.3%。

图16:2022年中国MIM市场按应用划分占比情况



资料来源:《粉末冶金工业》、中商产业研究院, 甬兴证券研究所

我们认为, 金属注射成型 (MIM) 在全球和中国市场均呈现出快速增长的趋势。全球市场在未来几年内将继续保持稳健的增长态势, 而中国市场则因其庞大的需求和快速的发展速度, 将在全球市场中占据越来越重要的地位。

2.3. 公司属于 MIM 第一梯队, 国产替代进程或加速

从全球市场竞争格局来看, 亚洲聚集了全球大部分 MIM 厂商。根据华经情报网资料, 全球 MIM 工厂数量众多, 其中 75% 的企业分布在亚洲。全球前十大厂商中, 中国大陆拥有 5 家, 分别为精研科技、富驰高科、广州昶盛、杭州安费诺飞凤 (美国 Amphenol 在华子公司)、全亿大 (富士康内地子公司), 其中精研科技、富驰高科 (东睦股份子公司) 为国内前 2 大玩家; 中国台湾 3 家分别为晟铭电子、新日兴和台耀科技; 新加坡 1 家为道义科技; 印度 1 家为 Indo-MIM, 为全球 MIM 龙头, 拥有注射成形机 130 多台。根据 QYResearch 调研显示, 全球金属粉末注射成型 (MIM) 主要厂商有 Indo-Mim、OptiMIM (Form Technologies)、ARC Group、Ecrimesa Group、Smith Metal Products 和晟铭电子等, 其中, Indo-Mim 是业内最大的公司, 市场占有率约为 5%。

我国金属粉末注射成型市场参与者众多, 主要包括东睦股份、稀土永磁、悦安新材、精研科技、富驰高科等。东睦股份拥有连云港、上海以及东莞三大金属粉末注射成型产品生产基地, 为主流 3C 终端客户进行配套, 是我国金属粉末注射成型代表企业。

根据华经情报网资料, 从国内竞争格局来看, 按营收规模国内市场上整体形成三大梯队:(1)第一梯队的 MIM 企业主要包括富士康子公司全亿大、

台湾晟铭电子等设立 MIM 生产基地的综合性企业，以及精研科技、富驰高科（东睦股份子公司）等专注于 MIM 产品的生产制造的企业。（2）第二梯队的 MIM 企业主要为海昌新材等，具备一定的技术研发能力和初步的规模化生产能力，通常客户数量较少，主要为国内品牌企业配套 MIM 零部件产品。（3）第三梯队的 MIM 企业收入规模相对较小，在喂料研发、生产自动化等技术方面较为不足，开发客户的能力薄弱，主要承接第一、二梯队的外发订单或部分小规模客户订单，在行业竞争中处于弱势地位。

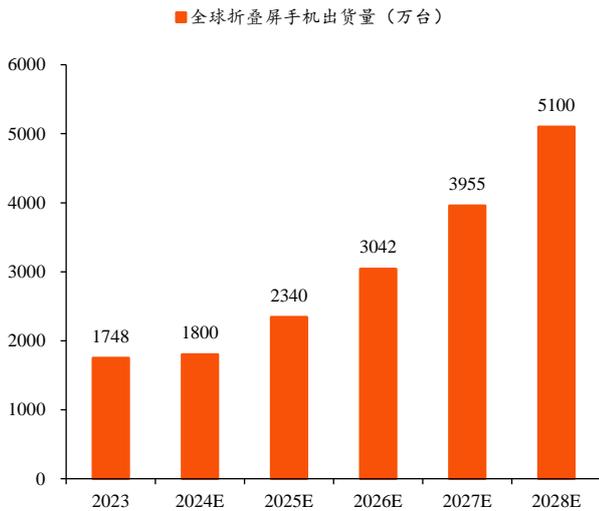
2.4. MIM 业务增速亮眼，折叠屏铰链与钛合金或带来新增量

东睦股份 MIM 技术平台产品主要应用于消费电子行业。根据公司 2023 年年报，2021 年以来，消费电子行业景气度持续低迷，但从 2023 年第三季度起，消费电子行业景气度有一定程度的回升，公司 MIM 技术平台 2023 年度主营业务收入逐季企稳回升，第三、四季度单季均实现盈利。

折叠机型其关键部件之一为铰链，铰链零件采用 MIM 技术制造。根据公司 2023 年年报，随着折叠屏手机的兴起以及轻薄化趋势，折叠屏铰链设计复杂性提升，铰链零件的耐磨性、高强度、轻量化要求越来越高，需要更高强度和比强度的材料，MIM 在铰链里面的占比大幅提高。2019 年起，三星等头部企业开始进入折叠屏手机赛道，小米、OPPO、vivo、荣耀等头部手机厂商均在折叠屏市场发力，而作为全球消费电子行业领头羊，苹果在这一市场动作缓慢，至今仍未推出折叠屏手机。苹果高管确认首款折叠屏 iPhone 将推迟到 2026 年推出，2024 年 3 月 8 日，美国专利商标局公布了苹果关于折叠屏技术的专利申请。折叠屏 iPhone 预计将比竞争对手的机型更薄、更轻，而且内部目标还包括避免出现折痕问题。IDC 报告显示，自 2019 年首款产品上市以来，中国折叠屏手机市场出货量连续 4 年同比增速超过 100%，2023 年中国折叠屏手机市场出货量约 700.7 万台，同比增长 114.5%。

从全球市场来看，折叠屏手机出货量迎来强劲增长。据 CINNO Research 数据显示，2023 年全球折叠屏手机市场销量约 1,800 万部，同比增长 27%，Counterpoint 预计，2025 年全球折叠屏手机市场出货量将达到 5,500 万部，到 2027 年，折叠屏手机出货量将达到 1 亿部。根据 IT 之家援引 Canalsys 报告，预计 2024 年至 2028 年，折叠屏手机出货仍将以 30% 年复合增长率增长至 5100 万台。

图17:2023-2028E 全球折叠屏手机出货量情况



资料来源: IT之家、Canalys, 甬兴证券研究所

图18:折叠屏手机铰链示意



资料来源: CINNO, 甬兴证券研究所

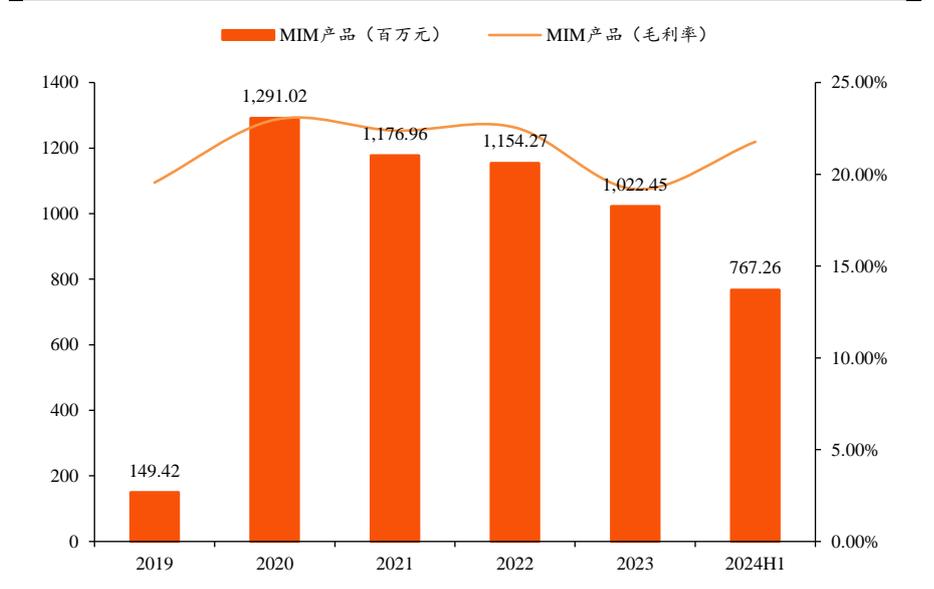
钛合金材料或为 MIM 带来更多机会。根据 2023 年公司年报, 钛合金由于其优越的性能, 越来越受到消费电子和医疗行业的高度关注, 2023 年苹果首次将钛合金导入高端手机领域, 应用于手机中框等核心零部件, 小米、三星等主流手机厂亦在落布局。钛合金材料用于消费电子, 亚马逊、泉龙、Rokid 等厂商都推出了使用钛合金部件的 AR 设备, 钛合金将为 MIM 技术运用提供另一赛道。公司创新式开发了钛合金大批量生产的工艺技术, 为公司未来拓展钛合金大规模用于消费电子、医疗等领域奠定了坚实基础, 为 MIM 技术的运用开辟了另一条潜在增长曲线; 消费电子产品轻薄化、耐久性与设计自由度要求不断提高, 钛合金在高强度、轻量化、耐腐蚀等方面具备显著优势, 成为较为理想材质, 符合消费电子材料发展方向。**我们认为, 公司通过增资入股 A 公司, 切入钛合金领域并与 MIM 业务产生良性互动, 随着 MIM 钛合金有望替代部分机加工件, 公司有望增加 MIM 产品市场的粘性。**

公司 MIM 业务营收大幅增长, 客户拓展顺利。根据 2024 年公司半年报与投资者互动平台, MIM 主营业务收入同比增长 101.11%, 紧随大客户新产品上市的节奏, 已配备 5 条折叠机模组生产线, 每条折叠机模组生产线具备 6 万条/月的生产能力。2024 年 7 月 9 日宁波东睦广泰签订了《增资协议》, 通过增资入股形式持有某公司 5% 股权, 旨在为公司未来发展 3D 打印和金属注射成形技术, 获取稳定且高性价比的钛合金粉末原料赋能。根据投资者互动平台, 公司目前为苹果手机主要提供马达振子等 MIM 零件。2024 年上半年公司成功开发了高速连接器外罩 (housing) MIM 件共计两个料号, 其中一个料号已通过验证, 并实现了批量交付, 产品间接配套到英伟达服务器; 另一个料号已完成国内验证, 样品已提交至国外等待最终验证。除此之外, 高速连接器外罩 MIM 工艺技术还可应用于汽车等类似产品的领域。**我们认为, 公司 MIM 量产能力优秀, 技术实力强大, 已导入部分国内**

请务必阅读报告正文后各项声明

外知名客户，随着公司 MIM 新产品逐步推出，公司业绩有望长期受益。

图19:2019-2024H1 东睦股份 MIM 产品营收与毛利率情况



资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

3. 公司 SMC 产能持续扩张，研发进展顺利

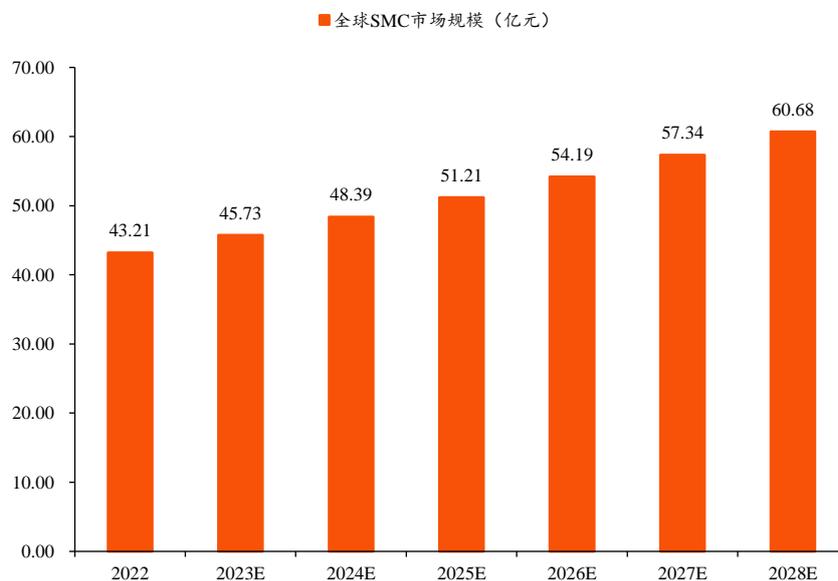
3.1. SMC 可满足电子产品高频和小型化需求

SMC 对于电力电子产品高功率密度和小型化发展具有重要意义。根据智研咨询，软磁金属粉芯 (SMC) 是采用金属或合金软磁材料制成的粉末，通过特殊的工艺压制而成的一种具有良好综合性能的新型软磁复合材料，它既保留了金属软磁和铁氧体软磁的一些优良特性，同时又最大限度地克服了它们的某些缺陷，使得金属磁粉芯磁导率较小但线性度好、饱和磁密较高，工作频率范围较宽，这对于电力电子产品向高精度、高灵敏度，高功率密度和小型化方向发展具有极为重要的意义。成形工艺方面，SMC 较非晶软磁成熟，可塑性强。软磁粉芯可以同时满足高频 (KHz~MHz) 使用和体积小型化的需求，并且可以加工成环形、E 型、U 型等，以满足不同应用场合的需求。

3.2. 2028 年全球 SMC 市场规模或达 60.68 亿元

根据贝哲斯咨询报告，全球软磁复合材料 (SMC) 市场规模 2022 年达 43.21 亿元。预测，至 2028 年全球软磁复合材料 (SMC) 市场规模将达到 60.68 亿元。2022 至 2028 年平均复合增长率 CAGR 约为 5.82%。

图20:2022-2028E 全球 SMC 市场规模情况



资料来源：贝哲斯咨询，甬兴证券研究所

3.3. 中国 SMC 市场国产替代空间较大

中国 SMC 竞争格局较为集中，外资企业大约占据三成。根据弘博报告，我国软磁复合材料主要生产商包括美磁科技、昌星电子、东睦股份以及铂科新材。美磁科技和昌星电子属于外资企业，合计占据我国软磁复合材料市场

近三成份额。铂科新材具备高端软磁复合材料生产实力，产品已在数据中心、新能源汽车等高新技术领域获得应用。

3.4. SMC 产能达 7 万吨/年，研发进展顺利

公司 SMC 新产能投放顺利，产能达 7 万吨/年。根据 2023 年公司年报，公司 SMC 技术平台产品目前主要应用于新能源行业，其中 2023 年度光伏领域销售占公司 SMC 主营业务收入的 49.59%，新能源汽车领域销售占公司 SMC 主营业务收入的 14.63%。2023 年，公司完成了 SMC 新的产能建设，浙江东睦科达 3 号厂房建设完毕，山西磁电公司一期工程建成并投入试生产，全集团 SMC 生产能力达到 7 万吨/年。我们认为，得益于光伏和储能发展的良好预期，全球光伏新增装机持续增长给公司 SMC 技术平台产品的增长提供动力，SMC 产能提升或推动相关营业收入增加。

图21:东睦科达-覆盖从铁粉芯到高性能铁镍磁粉芯



资料来源：东睦科达官网，甬兴证券研究所

研发进展顺利，2023 年研发四款高性能软磁复合材料。根据 2023 年公司年报，公司研发出了 4 款新一代高性能的软磁复合材料。第一款 KPH-HP，是东睦科达公司第三代气雾化铁硅铝软磁材料，KPH-HP 可以降低产品的磁芯损耗 26%，提高产品效率，已成功应用在知名企业的 30-50kW 光伏逆变器的升压电感、新能源汽车的升压电感，以及变频空调 PFC 电感；第二款 KSF-HP，是东睦科达公司第二代气雾化铁硅软磁材料，可有效降低产品温升，提高效率，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，东睦科达公司第三代低损耗铁镍软磁材料，可有效降低产品体积，提高产品效率，已批量应用在服务器电源中；第四款 KAM-HP，东睦科达公司推出的新一代适用于高频（50-500kHz）应用的低损耗软磁材料，KAM-HP 材料的 100kHz100mT 损耗仅为第一代超级铁硅铝 KS-HF 材料的 24%，能明显提高产品效率，该材料能在储能项目中批量应用。公司也顺应了算力建设发展，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 年实现芯片电感和服务器电源软磁材料销售收入 6,853.57 万元。

图22:合金环形磁粉芯



资料来源：东睦科达官网，甬兴证券研究所

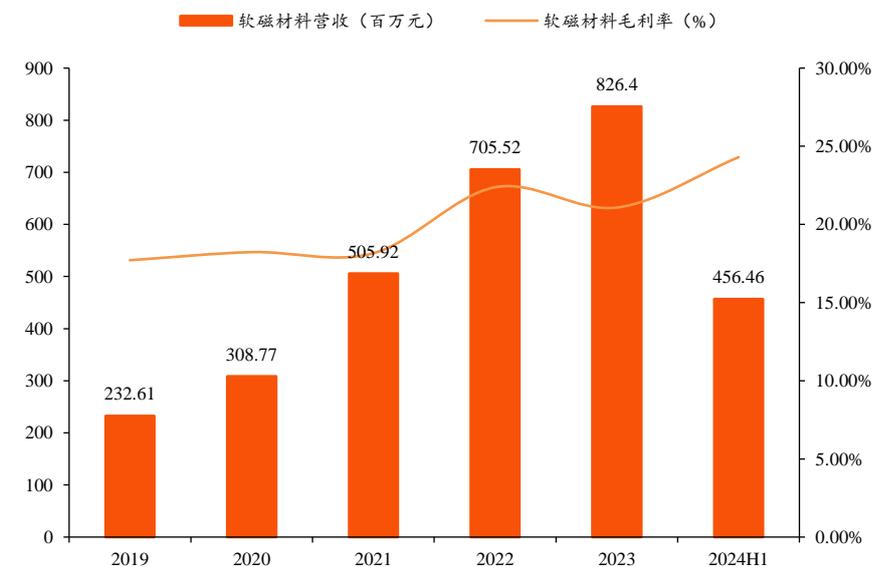
图23:合金特殊形状磁粉芯



资料来源：东睦科达官网，甬兴证券研究所

2024Q2 公司 SMC 业务营收创历史新高。根据 2024 年公司半年报，SMC 主营业务收入虽同比下降 6.52%，但从第一季度起已企稳回升，并在第二季度单季实现 2.76 亿元，创历史新高。公司 SMC 技术平台产品目前主要应用于新能源行业，2024 年上半年，光伏领域销售收入占公司 SMC 主营业务收入的 35.94%，新能源汽车领域 SMC 技术平台销售占公司 SMC 主营业务收入的 16.46%。同时公司顺应了算力建设发展，SMC 实现芯片电感和服务器电源软磁材料销售收入 5,229 万元。我们认为，随着全球光伏新增装机持续增长，公司 SMC 业务有望持续受益。

图24:2019-2024H1 东睦股份 SMC 产品营收与毛利率情况



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

4. P&S 业务稳健发展，持续拓宽护城河

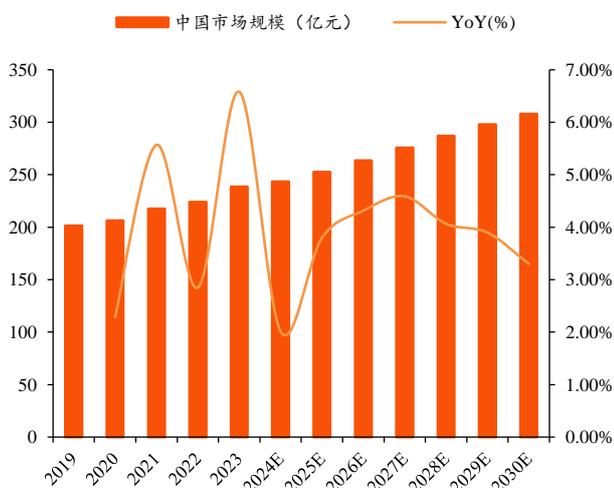
4.1. 粉末冶金工艺属于近净成型工艺，尺寸精度高

粉末冶金工艺是一种近净成型工艺，是以金属粉末为原材料，通过压制成形、烧结和必要的后续处理来制造成品和金属材料的工艺。根据华经产业研究院，粉末冶金工艺与铸造、机械加工等其他制程相比，粉末成形所需压力低，耗费能源较少，材料利用率可达 95% 以上，每一成品所耗费的平均烧结时间较短。除此之外，粉末冶金产品的尺寸精度极高，在一般用途中几乎无需后续加工。相比传统零件制造工艺，粉末冶金生产的零件接近最终尺寸，一次成型，不用或少用切削加工，后续加工成本低，因此材料利用率高达 95%。由于粉末冶金工艺省去了多道工序以及加工温度的下降，塑造模具之后可以快速重复制造，因此可以批量制造复杂结构件，且可以生产别的工艺无法制造的复杂或独特形状的零件。除此之外，粉末冶金可以控制产品的孔隙率，以此满足产品自润滑、耐磨性等方面的需求。

4.2. 2030 年 P&S 中国市场规模或达 307.81 亿元

2026 年粉末冶金市场中国或达 263.5 亿元，2027 年全球或达 240 亿美元。根据智研瞻产业研究院报告，2019 年中国粉末冶金行业市场规模 201.55 亿元，2023 年中国粉末冶金行业市场规模 238.56 亿元。2022 年中国粉末冶金行业市场规模 223.83 亿元，预测 2024-2030 年中国粉末冶金行业市场规模平稳上升，2030 年中国粉末冶金行业市场规模 307.81 亿元。根据 BCCResearch 预测，伴随新应用领域的拓展和技术工艺的升级，预计 2022 年-2027 年全球粉末冶金市场规模将从 278 亿美元增至 340 亿美元，2022 年-2027 年期间的复合年增长率（CAGR）为 4.11%。

图25:2022-2030E 中国粉末冶金市场规模情况



资料来源：智研瞻产业研究院，甬兴证券研究所

图26:2022-2027E 全球粉末冶金市场情况



资料来源：BCCResearch，甬兴证券研究所

4.3. 公司是 P&S 龙头之一，国内市占率超 1/4

东睦股份在粉末冶金行业市占率较高，是行业龙头之一。根据华经产业研究院，从行业市场竞争格局来看，东睦股份市场份额稳居第一。根据中国机协粉末冶金专业协会统计，粉末冶金行业东睦股份市占率或超 1/4，达到 26.7%，市占率第二名的扬州宝来得为 7%左右，东睦股份在国内的市占率优势显著，常年稳居第一，与行业其余竞争对手拉开较大差距。

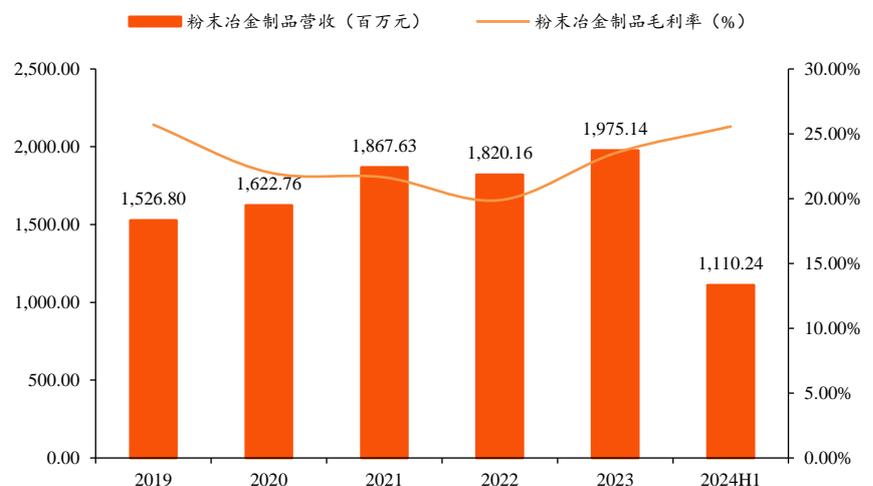
4.4. 24H1 公司 P&S 营收毛利双增长，机器人或带来新需求

公司 P&S 业务主要出货形式以汽车零部件为主，占约 70%以上。根据公司 2023 年年报，公司 P&S 技术平台产品主要供给国内外汽车行业中高端客户，2023 年度汽车零件销售占公司 P&S 主营业务收入的 77.94%，达 15.39 亿元，同比增长 11.45%，家电零件营收占公司 P&S 主营业务收入的 17.80%，达 3.52 亿元，同比下降 3.09%。

机器人或提振 P&S 需求。随着粉末冶金致密化技术的提升、材料体系和加工工艺的进一步丰富发展，粉末冶金替代传统制造工艺（锻件、铸件等）的空间还可进一步扩展。根据公司 2023 年年报，由于机器人的发展，为 P&S 制造机器人用减速器齿轮提供了机遇。因粉末冶金方法制造精密齿轮具有净近成形、节能节材等优势，机器人减速器齿轮为小模数精密齿轮，要求精度高、噪音低和耐磨性好等，理论上适合用粉末冶金解决材料问题。

2024 上半年，公司 P&S 业务营收亮眼。根据公司 2024 年半年报，公司 P&S 技术平台产品目前主要供给国内外汽车行业中高端客户，汽车零件销售占公司 P&S 主营业务收入的 75.72%，达 8.41 亿元，同比增长 28.42%，家电零件营收占公司 P&S 主营业务收入的 20.27%，达 2.25 亿元，同比增长 23.97%。

图27:2019-2024H1 东睦股份 P&S 业务营收与毛利率情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

1. 核心假设：

公司是世界领先的粉末压制成形（P&S）制造企业，是中国领先的软磁复合材料（SMC）和金属注射成形（MIM）的制造企业。24年上半年公司营收稳步向好，盈利能力逐步提升。我们预计未来公司营收或将持续提升，盈利能力持续向好。同时随着折叠屏新机不断发布，折叠屏持续迭代放量加速，公司的MIM件有望持续贡献弹性。公司的MIM产量能力优秀，技术实力强大，已导入部分国内外知名客户，随着公司MIM新产品逐步推出，公司业绩有望长期受益。SMC和P&S业务稳健发展，收购小象电动实现资源互补。我们认为，小象电动可加强公司对电机及非车用粉末冶金应用的技术研究，公司P&S、SMC等亦可赋能解决电机生产工艺难题。随着双方协作加深，公司或将长期受益。伴随着未来公司产能的不断扩展、新客户开拓、MIM市占率进一步提升，未来有望实现市场份额与订单的进一步增长，同时随着营收规模增加，公司的毛利率有望保持稳定。

2. 营业收入假设：

2024-2026年，我们预计粉末冶金制品营收增速为11.87%、15.23%、16.73%；消费电子产品营收增速为77.66%、32.53%、29.22%；软磁材料营收增速为17.53%、16.37%、15.41%；其他产品营收增速为10.00%、10.00%、10.00%。

3. 毛利率假设：

2021-2023年，公司实现综合毛利率22.04%、22.05%、22.33%。2023年，公司粉末冶金制品、消费电子产品、软磁材料及其他产品毛利率分别为23.51%、19.19%、21.08%、74.13%。我们认为，未来随着行业周期复苏、MIM件市占率持续提升、公司规模效应增加，公司产品毛利率有望维持稳定。我们假设2024-2026年公司实现综合毛利率为24.79%、24.78%、24.77%。

表2:公司分业务收入、成本、增速与毛利率预测 (单位:百万元)

分业务收入测算	2023	2024E	2025E	2026E
粉末冶金制品	1,975.14	2,209.57	2,546.06	2,972.13
消费电子产品	1,022.45	1,816.52	2,407.35	3,110.80
软磁材料	826.40	971.29	1,130.25	1,304.43
其他产品	37.09	40.80	44.88	49.37
合计	3861.08	5038.18	6128.54	7436.73
分业务成本测算	2023	2024E	2025E	2026E
粉末冶金制品	1,510.84	1,657.18	1,909.55	2,229.10
消费电子产品	826.21	1,362.39	1,805.51	2,333.10
软磁材料	652.22	757.61	881.60	1,017.46
其他产品	9.60	12.24	13.46	14.81
合计	2998.87	3789.42	4610.12	5594.46
分业务增速	2023	2024E	2025E	2026E
粉末冶金制品	8.51%	11.87%	15.23%	16.73%
消费电子产品	-11.42%	77.66%	32.53%	29.22%
软磁材料	17.13%	17.53%	16.37%	15.41%
其他产品	-20.05%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	3.62%	30.49%	21.64%	21.35%
分业务毛利率	2023	2024E	2025E	2026E
粉末冶金制品	23.51%	25.00%	25.00%	25.00%
消费电子产品	19.19%	25.00%	25.00%	25.00%
软磁材料	21.08%	22.00%	22.00%	22.00%
其他产品	74.13%	70.00%	70.00%	70.00%
合计	22.33%	24.79%	24.78%	24.77%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

4. 投资建议

首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别实现4.06亿元、5.11亿元、6.27亿元，对应EPS分别为0.66元、0.83元、1.02元。对应2024-2026年PE值分别为26.60倍、21.15倍、17.21倍。我们看好公司在粉末冶金和软磁材料行业在周期出现复苏后迎来需求提升，同时受益于折叠屏新机型陆续发布、加速放量，叠加钛合金外观件产品方案带来的mim工艺产品需求增加，通过持续提升公司在客户端的市占率产品进一步打开成长空间。

6. 风险提示

1. 下游应用领域周期存在波动性的风险

公司的主营业务是粉末冶金新材料，消费电子、汽车、新能源的周期波动会影响公司的产品销量和产品价格，进而进一步影响公司的收入和利润表现。因此公司存在受到下游应用领域周期波动影响的风险。

2. 国产替代不及预期的风险

公司的粉末冶金新材料销售有望受益于国产替代的加速而快速提升，若未来下游对国产替代的需求减弱，公司存在受到国产替代不及预期的影响而导致销售不及预期的风险。

3. 公司产品开拓新技术不及预期的风险

公司的产品未来有望开拓机器人精密零部件、消费电子精密零部件等领域，若未来进入以上领域的进度不及预期，公司存在受此影响而收入利润不及预期的风险。

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,372	2,566	3,618	4,337	5,194	经营活动现金流	310	295	395	527	584
货币资金	341	257	670	773	889	净利润	169	194	419	526	647
应收及预付	991	1,090	1,412	1,718	2,085	折旧摊销	359	381	372	394	420
存货	900	910	1,138	1,369	1,649	营运资金变动	-334	-388	-428	-422	-506
其他流动资产	140	309	398	477	571	其它	115	108	33	28	24
非流动资产	4,110	4,203	4,286	4,407	4,552	投资活动现金流	-343	-244	-432	-486	-530
长期股权投资	231	259	269	279	289	资本支出	-197	-247	-457	-507	-557
固定资产	2,502	2,509	2,487	2,493	2,523	投资变动	-138	0	-10	-10	-10
在建工程	133	203	303	403	503	其他	-8	3	35	31	37
无形资产	377	382	377	372	367	筹资活动现金流	-39	-109	444	64	61
其他长期资产	867	851	850	860	870	银行借款	96	-385	-200	100	100
资产总计	6,482	6,769	7,904	8,743	9,746	股权融资	0	282	6	0	0
流动负债	1,837	1,551	2,727	3,041	3,396	其他	-135	-6	638	-36	-39
短期借款	692	73	373	473	573	现金净增加额	-52	-55	412	104	116
应付及预收	464	513	664	807	980	期初现金余额	353	301	247	659	762
其他流动负债	680	965	1,691	1,760	1,843	期末现金余额	301	247	659	762	878
非流动负债	1,773	2,300	1,830	1,830	1,830						
长期借款	1,561	1,795	1,295	1,295	1,295						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	212	504	534	534	534						
负债合计	3,611	3,851	4,557	4,870	5,226						
股本	616	616	616	616	616						
资本公积	1,023	900	905	905	905						
留存收益	869	1,005	1,416	1,926	2,554						
归属母公司股东权益	2,514	2,527	2,943	3,454	4,081						
少数股东权益	358	391	403	419	439						
负债和股东权益	6,482	6,769	7,904	8,743	9,746						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	3.8%	3.6%	30.5%	21.6%	21.3%
营业利润增长	235.0%	29.4%	131.3%	25.6%	22.8%
归母净利润增长	472.7%	27.1%	105.2%	25.8%	22.9%
获利能力					
毛利率	22.0%	22.3%	24.8%	24.8%	24.8%
净利率	4.5%	5.0%	8.3%	8.6%	8.7%
ROE	6.2%	7.8%	13.8%	14.8%	15.4%
ROIC	5.1%	4.8%	6.9%	7.7%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	55.7%	56.9%	57.7%	55.7%	53.6%
净负债比率	85.9%	84.0%	74.7%	64.5%	54.9%
流动比率	1.29	1.65	1.33	1.43	1.53
速动比率	0.79	1.04	0.89	0.96	1.03
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.58	0.69	0.74	0.80
应收账款周转率	3.84	3.75	4.06	3.95	3.95
存货周转率	3.51	3.31	3.70	3.68	3.71
每股指标 (元)					
每股收益	0.25	0.32	0.66	0.83	1.02
每股经营现金流	0.50	0.48	0.64	0.85	0.95
每股净资产	4.08	4.10	4.78	5.60	6.62
估值比率					
P/E	34.00	48.41	26.60	21.15	17.21
P/B	2.08	3.78	3.67	3.13	2.65
EV/EBITDA	12.42	18.16	15.32	13.27	11.43

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,726	3,861	5,038	6,129	7,437
营业成本	2,905	2,999	3,789	4,610	5,594
营业税金及附加	33	39	50	61	74
销售费用	54	60	76	92	112
管理费用	212	213	302	368	446
研发费用	271	278	378	460	558
财务费用	93	104	31	23	24
资产减值损失	-23	-27	-20	-20	-20
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资净收益	-15	26	25	31	37
营业利润	156	202	467	587	721
营业外收支	-2	-2	-2	-2	-2
利润总额	154	200	465	585	719
所得税	-15	6	47	58	72
净利润	169	194	419	526	647
少数股东损益	14	-4	13	16	19
归属母公司净利润	156	198	406	511	627
EBITDA	621	661	868	1,002	1,162
EPS (元)	0.25	0.32	0.66	0.83	1.02

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会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

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，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
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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

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下的定义差异。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。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“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投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、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，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。