

东睦股份(600114)

公司点评

收入符合预期、净利润低于预期，明后年业绩将提速

——东睦股份季报点评

行业公司研究——机械设
备行业——证券研究

证券研究报告

□ 三季度收入符合预期，业绩低于预期

前三季度公司实现营收 22.5 亿元，同比增长 67%，符合预期；但归母净利润 0.5 亿元，同比下滑 41%，低于预期。我们认为其主要原因是 1) 子公司上海富驰和东莞华晶 MIM 业务受 HW 影响；2) 上海富驰进入整合期。

□ 传统 PM 业务收入符合预期，拐点初显，将受益汽车行业复苏

2020 年 Q3 母公司营收、归母净利润分别同比增长 0.3%、40%，相较 H1 营收同比由负转正。Q3 单季度相较 Q2 单季度营收环比增长 30%，净利润单季度由负转正。我们认为公司传统粉末冶金业务正处于拐点，预计受益汽车行业复苏，Q4 环比有望继续向上，明年有望达到新高。

□ 疫情影响逐渐减弱，PM 业务回暖有望拉动综合毛利率修复

公司前三季度综合毛利率为 24.9%，同比上升 0.3pct，较 2020H1 毛利率环比下滑 1.0pct。PM 业务毛利率逐季改善，Q3 单季环比 Q2 提升 2 个 pct。其中 Q1、Q2、Q3 单季度毛利率分别为 27%、16%、18%，母公司毛利率逐季改善，正处于修复期。我们认为伴随疫情影响逐渐减弱叠加汽车行业景气度顺周期，公司 PM 业务毛利率逐步回暖有望拉动公司综合毛利率持续修复。

□ Q3 费用率大增为短期影响，长期有望持续修复

Q3 费用率大幅增长主要原因为富驰正处于整合期。2020 年前三季度公司期间费用率为 21.2%，同比上升 4.7pct，环比上升 0.9pct。其中销管费用率、研发费用率、财务费用率分别提升 0.5、2.5、2.3 pct。母公司 2020 年前三季度期间费用率为 16.5%，同比上升约 4pct，相较 H1 期间费用率环比下滑 1pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率分别同比降低 0.2、1.5、0.5 个 pct，PM 业务成本管控能力相较去年同期实际略有增强（财务费用主要为借款利息费用增长，往年公司借款较少）。因此我们判断本次三季度期间费用率提升显著为短期影响，主要原因为富驰（MIM 业务）正处于整合期。

□ 展望未来，管理赋能+新厂搬迁，MIM 端业绩有望企稳回升

母公司精于生产组织管理，善于成本管控，正赋能东莞华晶和上海富驰（MIM 业务整合），完成整合后净利率有望持续提升。1) 连云港人工成本相较上海降幅近 50%；2) 华南 MIM 基地正在规划筹备；叠加 3) 母公司管理持续赋能，短期净利率下滑影响将逐步降低（Q3 单季度净利率-1.4%，前三季度净利率 2.6%），明年公司 MIM 业务完成新厂投产后业绩有望持续回升，长期来看整体业务有望达到或超过目前华晶的净利率水平（10%）。

□ 盈利预测

公司作为 PM 行业龙头、MIM、SMC 业务均为行业双寡头，目前已完成对富驰的并购，且未来对子公司管理将持续赋能，我们下调 2020~2022 年盈利预测。预计未来三年归母净利润分别为 1.0 亿元、3.0 亿元和 4.2 亿元，同比增长-67%、188%和 40%，对应 PE 估值 53 倍、19 倍和 13 倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示

- 1) 汽车行业复苏低于预期；2) MIM 客户订单低于预期；3) 新冠疫情影响；4) 美国对消费电子产业链持续制裁

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥ 8.97

单季度业绩

元/股

3Q/2020

-0.02

2Q/2020

0.07

1Q/2020

0.05

4Q/2019

0.37

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

联系人：林子尧

linziyao@stocke.com.cn



相关报告

- 1 《【东睦股份】业绩符合预期，MIM 好于预期，公司业绩拐点出现 - 浙商机械 20200816》 2020.08.16
- 2 《【东睦股份】完成上海富驰并购，跃居 MIM 行业国内龙头 - 浙商机械 - 20200813》 2020.08.13
- 3 《【东睦股份】全球 PM、MIM 行业龙头，受益消费电子需求拓展 - 浙商机械军工 20200810》 2020.08.10

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	2162	3319	4067	4931
(+/-)	13%	54%	23%	21%
净利润	308	103	297	415
(+/-)	-6%	-66%	187%	40%
每股收益(元)	0.50	0.17	0.48	0.67
P/E	18	53	19	13
ROE	10.8%	3.5%	9.3%	11.5%
PB	2.09	1.99	1.79	1.58

1. 营收增速符合预期，前三季度营收同比增长 67%

公司前三季度营收符合预期，同比增长 67%。2020 年前三季度公司实现营收 22.5 亿元，同比增长 67%；业绩低于预期，前三季度实现归母净利润 0.5 亿元，同比下滑 41%；扣非归母净利润为 0.1 亿元，同比下滑 83%。

营收同比大幅增长主要系报告期内上海富驰与华晶（2019 年 8 月）并表所致。归母净利润下滑主要系报告期受疫情影响毛利率下降，以及并购富驰借款增加财务费用增加所致。

图1：2020Q1-Q3 公司营收 22.5 亿元，同比增长 67%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图2：2020Q1-Q3 公司归母净利润 0.5 亿元，同比下滑 41%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2. 传统 PM 业务收入符合预期，拐点初显

公司 PM 业务主要由母公司负责。2020 年 Q3 母公司营收、归母净利润分别同比增长 0.3%、40%，相较 H1 营收增速（-9%）提升 9 个 pct，H1 净利润增速（1%）提升 39 个 pct，PM 业务正处于上升期。

母公司 2020 Q3 单季度营收相较去年同期同比增长 18%，相较 2020 Q2 单季度营收环比增长 30%，净利润单季度由负转正。我们认为公司传统粉末冶金业务正处于拐点，预计受益汽车行业复苏，Q4 环比有望继续向上，明年有望达到新高。

图3：2020Q3 母公司营收增速相较 H1，增速已经回正



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图4：2020Q1-Q3 母公司归母净利润同比增长 40%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3. 疫情影响逐渐减弱，PM 业务回暖有望拉动毛利率修复

公司前三季度销售毛利率为 24.9%，同比上升 0.3pct，相较 2020H1 毛利率环比下滑 1.0pct。前三季度公司营收同比增长 67%，营业成本 16.9 亿元，同比增长 66%。其中 Q3 单季度毛利率为 23.4%，同比上升 1.6pct，环比 Q2 单季度下滑 2.5pct。

PM 业务毛利率逐季改善，Q3 单季环比 Q2 提升 2 个 pct。通过观察母公司情况，我们发现母公司（PM 业务）前三季度毛利率约 20%，低于合并报表同期毛利率（24.9%）约 5 个 pct。其中 Q1、Q2、Q3 单季度毛利率分别为 27%、16%、18%，母公司毛利率逐季改善，正处于修复期。我们认为伴随疫情影响逐渐减弱叠加汽车行业景气度顺周期，公司 PM 业务毛利率逐步回暖有望拉动公司综合毛利率持续修复。

图5：2020 年 Q3 单季度毛利率为 23.4%，同比上市 1.6pct，环比下滑 2.5pct



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

4. Q3 费用率大增为短期影响，长期有望持续修复

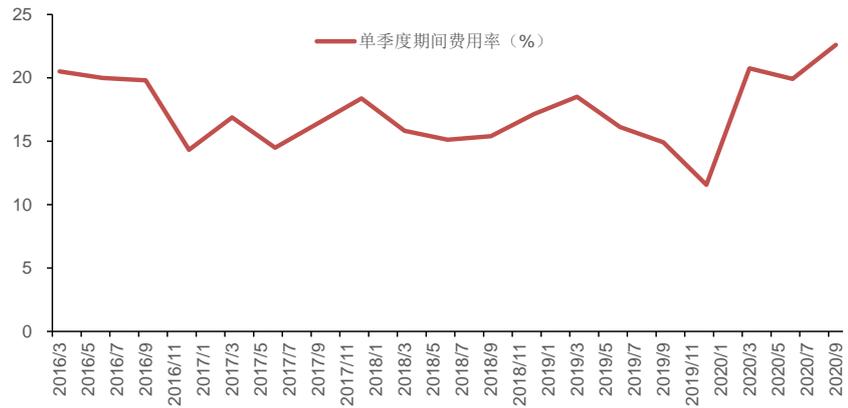
2020 年前三季度公司期间费用率为 21.2%，同比上升 4.7pct，环比上升 0.9pct。其中 2020 前三季度销售费用 0.7 亿元，同比增长 41%，但销售费用率率同比下滑 0.6pct，管理费用率、研发费用率、财务费用率分别提升 0.5、2.5、2.3 pct。

Q3 单季度期间费用率提升明显，同比上升 7.7pct，环比上升 2.7pct。受并表影响，2020 年 Q3 单季度相较于 2019 年同期除销售费用率没有明显变化外 (+0.05pct)，管理费用率、研发费用率、财务费用率分别提升 0.3、4.1、3.2pct。

母公司 2020 年前三季度期间费用率为 16.5%，相较 H1 期间费用率环比下滑 1pct。较 2019 年同期（12.3%）同比上升约 4pct，主要是财务费用同比大增 6.3pct 所致。但值得注意的是销售费用率、管理费用率、研发费用率分别较同期降低 0.2、1.5、0.5 个 pct，因此我们认为母公司在原有业务 PM 领域成本管控能力相较于去年同期其实略有增强。（财务费用主要为借款利息费用增长，往年公司借款较少）。

通过观察母公司期间费用率，我们认为三季度期间费用率大幅提升为短期影响，主要原因系三季度公司处于对子公司富驰（MIM 业务）的整合期，而并非 PM 业务所致。

图6 : 2020Q3 单季度期间费用率同比上升 7.7pct, 环比上升 2.7pct



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

5. 展望未来, 管理赋能+新厂搬迁, MIM 端业绩有望企稳回升

公司前三季度销售净利率 2.6%, 同比下滑 4.3pct, 环比下滑 2.6pct, 此外 2020Q3 单季度净利率为-1.4%, 较去年同期同比下滑 7.3pct, 为近年来历史低位。

图7 : 公司 2020Q3 单季度净利率-1.4%, 为近年来历史低位



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

我们认为净利率下滑是短暂的, 主要受疫情冲击 PM 端毛利率下滑叠加富驰整合期三费增长所致。母公司精于生产组织管理, 善于成本管控, 正赋能东莞华晶和上海富驰 (MIM 业务整合), 完成整合后净利率有望持续提升。

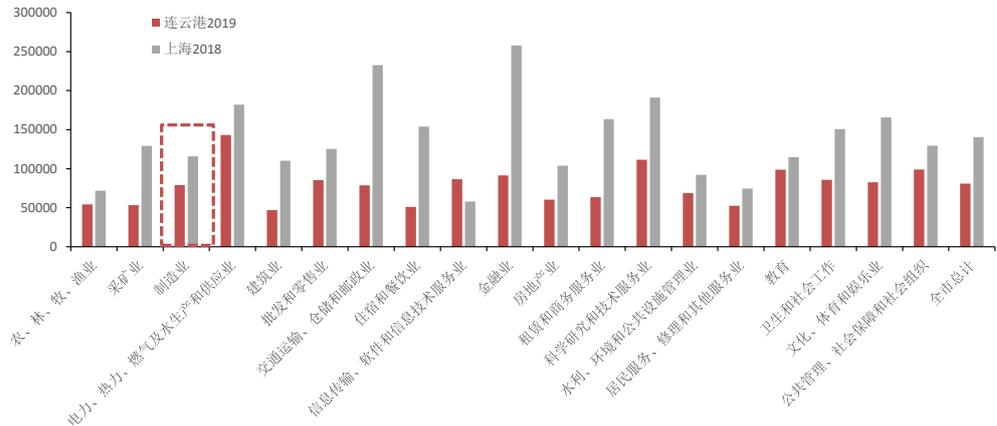
富驰在 2020 年 5 月在连云港设立全资子公司, 8 月签署协议拟购买 210 亩土地, 用于富驰连云港新产线项目。根据国家统计局数据, 2018 年上海制造业城镇单位就业人员平均工资为 11.5 万元/年, 2019 年连云港政府披露连云港市城镇 (非私营单位) 制造业就业人员年平均工资为 7.8 万元/年。相较上海成本约可下降近 50% (实际 2019 年上海平均工资应该更高, 按 12 万/年进行大致测算, $12/8-1=50%$)。因此我们认为如果上海产能可以部分顺利迁移, 富驰后续的降成本有望使净利率企稳回升。

华南项目持续推进+管理赋能, MIM 业务净利率有望达 10%。此外公司针对华南区域 MIM 业务也同时开展整合华南基地项目, 未来叠加上母公司管理赋能, 我们认为公司

盈利能力有望大幅提升，达到甚至超过目前东莞华晶的盈利水平。(2020 中报华晶净利率已达到约 10%)

根据公司中报与三季报披露：目前公司已于 8 月针对 MIM 业务拟新建连云港产线（消费电子精密零件自动化生产线项目），项目预计总投资 10 亿元，实施主体为其全资子公司连云港富驰智造科技有限公司。

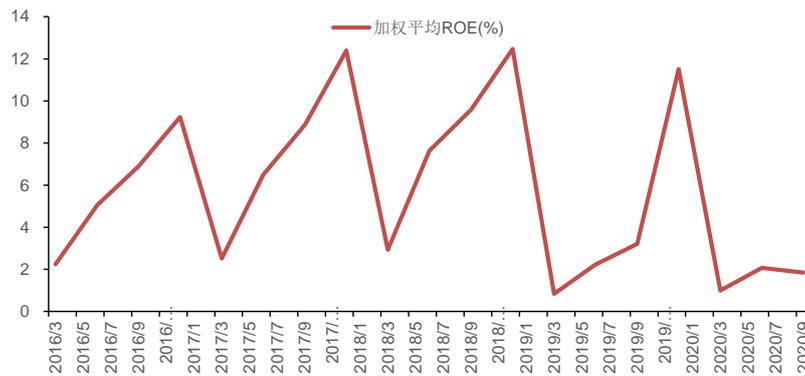
图8：上海制造业城镇单位就业人员平均工资远高于连云港地区



资料来源：国家统计局（上海数据 2018），连云港市政府（2019），浙商证券研究所整理

公司 2020 年前三季度加权 ROE 为 1.8%，较 2020H1 下滑 0.2pct，同比去年同期下滑 1.4 个 pct。通过杜邦分解具体拆分来看，主要系受净利率大幅下滑所致（2020Q1-Q3 净利率 2.6%），资产周转率 0.45 次，小幅上升 0.08，权益乘数 1.9，小幅提升 0.48。

图9：公司 2020 前三季度加权平均 ROE1.8%， 同比下滑 1.4pct



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

6. 投资建议及盈利预测

三季报营收符合预期，业绩低于预期，考虑到公司三项业务均为行业间龙头（PM 行业龙头、MIM、SMC 业务均为行业双寡头），且目前已完成对富驰的并购，未来公司也将对子公司管理将持续赋能，我们略微下调 2020~2022 年盈利预测。

预计未来三年归母净利润分别为 1.0 亿元、3.0 亿元和 4.2 亿元，同比增长-67%、188% 和 40%，对应 PE 估值 53 倍、19 倍和 13 倍，维持“买入”评级。

表1：公司细分业务盈利预测

年份	2018	2019	2020E	2021E	2022E
粉末冶金产品					
销售收入(百万元)	1692	1527	1511	1688	1883
增长率(%)		-10%	-1%	13%	12%
毛利率(%)	32.2%	25.7%	22%	22%	22%
软磁材料					
销售收入(百万元)	203	233	281	404	522
增长率(%)		15%	21%	44%	29%
毛利率(%)	23.6%	17.7%	18%	21%	21%
消费电子产品					
销售收入(百万元)		149	1514	1944	2489
增长率(%)			913%	28%	28%
毛利率(%)		19.5%	23%	24%	25%
其他业务					
销售收入(百万元)	23	253	25	30	40
增长率(%)		1003%	-90%	20%	33%
毛利率(%)	61.5%	45.6%	50%	50%	50%
销售总收入(百万元)	1918	2162	3319	4067	4913
销售总成本(百万元)	1311	1463	2585	3129	3764
毛利(百万元)	607	698	734	938	1150
平均毛利率	31.6%	32.3%	22.1%	23.1%	23.4%

资料来源：浙商证券研究所

7. 风险提示

1) 汽车行业复苏低于预期; 2) MIM 客户拓展低于预期; 3) 新冠疫情影响; 4) 美国对消费电子企业持续制裁。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	1818	2386	2804	3376	
现金	351	349	334	345	
交易性金融资产	0	3	1	1	
应收账款	568	983	1154	1342	
其它应收款	282	181	275	415	
预付账款	9	24	24	29	
存货	465	737	923	1129	
其他	143	109	92	115	
非流动资产	2353	2359	2521	2631	
金额资产类	0	2	1	1	
长期投资	286	201	230	239	
固定资产	1499	1581	1677	1732	
无形资产	280	287	292	304	
在建工程	72	98	118	135	
其他	216	190	203	219	
资产总计	4171	4744	5324	6006	
流动负债	1206	1623	1847	2033	
短期借款	728	725	811	816	
应付款项	291	449	565	695	
预收账款	5	11	12	14	
其他	182	437	459	508	
非流动负债	123	115	117	118	
长期借款	56	56	56	56	
其他	67	59	61	62	
负债合计	1329	1738	1964	2151	
少数股东权益	194	223	280	359	
归属母公司股东权	2648	2783	3081	3496	
负债和股东权益	4171	4744	5324	6006	
现金流量表					
		单位: 百万元			
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	165	133	226	293	
净利润	321	133	354	495	
折旧摊销	185	125	138	151	
财务费用	7	36	37	40	
投资损失	(3)	(3)	(3)	(3)	
营运资金变动	(366)	113	(129)	(206)	
其它	22	(272)	(172)	(184)	
投资活动现金流	(454)	(122)	(290)	(249)	
资本支出	(54)	(207)	(227)	(194)	
长期投资	(72)	78	(28)	(7)	
其他	(328)	8	(35)	(47)	
筹资活动现金流	324	(13)	50	(34)	
短期借款	728	(3)	86	4	
长期借款	56	0	0	0	
其他	(460)	(11)	(36)	(38)	
现金净增加额	35	(2)	(14)	10	

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2162	3319	4067	4931
营业成本	1463	2585	3141	3777
营业税金及附加	20	37	45	52
营业费用	75	106	122	138
管理费用	123	196	171	197
研发费用	111	202	150	158
财务费用	7	36	37	40
资产减值损失	19	15	19	30
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	3	3	3	3
其他经营收益	16	16	18	16
营业利润	361	159	402	558
营业外收支	(10)	(10)	(10)	(10)
利润总额	351	149	392	548
所得税	30	16	38	53
净利润	321	133	354	495
少数股东损益	13	29	57	79
归属母公司净利润	308	103	297	415
EBITDA	570	309	567	738
EPS (最新摊薄)	0.50	0.17	0.48	0.67
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	12.69%	53.55%	22.54%	21.22%
营业利润	-6.92%	-56.00%	153.05%	38.78%
归属母公司净利润	-6.18%	-66.38%	187.44%	39.70%
获利能力				
毛利率	32.30%	22.10%	22.78%	23.40%
净利率	14.84%	4.00%	8.70%	10.03%
ROE	10.76%	3.54%	9.34%	11.51%
ROIC	10.23%	4.59%	9.81%	12.12%
偿债能力				
资产负债率	31.87%	36.63%	36.88%	35.81%
净负债比率	59.74%	45.15%	44.40%	40.79%
流动比率	1.51	1.47	1.52	1.66
速动比率	1.12	1.02	1.02	1.11
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.74	0.81	0.87
应收帐款周转率	4.41	4.87	4.60	4.50
应付帐款周转率	8.09	9.72	8.82	8.41
每股指标(元)				
每股收益	0.50	0.17	0.48	0.67
每股经营现金	0.27	0.22	0.37	0.48
每股净资产	4.29	4.51	5.00	5.67
估值比率				
P/E	17.97	53.45	18.60	13.31
P/B	2.09	1.99	1.79	1.58
EV/EBITDA	10.39	20.03	11.19	8.70

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“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，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>